

8.3. ДЕТЕРМИНАНТЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

Зальцман А.А., магистр экономики, аналитик
лаборатории анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ

Дивидендным выплатам на развитых рынках посвящено множество исследований, и, несмотря на это, в последнее десятилетие было предложено несколько новых подходов к выявлению детерминант дивидендной политики. Ввиду того что дивидендная политика российских компаний изучена в гораздо меньшей степени, в данной работе предпринимается попытка эконометрическими методами выявить факторы, которые ее определяют. А именно, впервые проверяется применимость к российскому рынку теории удовлетворения предпочтений инвесторов (catering theory), модели Линтнера, а также тестируется зависимость количественных показателей дивидендной политики от наиболее широкого набора объясняющих переменных, включающих финансовые и макроэкономические факторы, а также структуру акционерного капитала.

ВВЕДЕНИЕ

Многие компании во всем мире выплачивают дивиденды своим акционерам – это объективный факт. Так, согласно работе Fama and French (2001) [12], в США в 1950-х гг. более 90% фирм, акции которых котируются на NYSE, выплачивали дивиденды. К концу 1990-х гг. доля фирм (брались в расчет акции, котирующиеся на NYSE, AMEX или NASDAQ), выплачивающих дивиденды, заметно сократилась – до 20%. Однако, во-первых, это число оставалось все равно заметным, во-вторых, как показали DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004) [7], суммарный объем дивидендов, тем не менее, рос, а уменьшение числа компаний, выплачивающих дивиденды, наблюдалось лишь среди промышленных компаний, в-третьих, с 2001 г. вновь начался рост доли компаний, выплачивающих дивиденды (Julio and Ikenberry, 2005 [16]).

Кроме того, компаниям, выплачивающим дивиденды, уделяют внимание рейтинговые агентства. Примером этого может служить целая серия индексов S&P Dividend aristocrats, которая включает в себя акции, придерживающиеся политики неснижения дивидендов на протяжении определенного периода. Для индекса S&P 500 Dividend aristocrats этот период равен 25 годам. К дивидендной политике не ослабевают и интерес в научной литературе. За последнее десятилетие появились как минимум две новые теории, объясняющие выплату дивидендов (теория удовлетворения предпочтений инвесторов и теория жизненного цикла). В Российской Федерации большинство крупных компаний выплачивают дивиденды своим акционерам. Например, по итогам кризисного 2009 г. выплаты производили 22 компании из индекса Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). На развитых рынках было проведено множество различных исследований, объясняющих существующую дивидендную политику компаний. Было выдвинуто несколько гипотез, как именно отдельные несовершенства рынка воздействуют на склонность выплачивать дивиденды. Также было выявлено и объяснено влияние различных внутренних факторов на выплаты компании. Дивидендная политика российских компаний с теоретической точки зрения на рыночном уровне изучена гораздо слабее. В данной работе предпринимается попытка выявить, какие именно факторы в среднем по рынку могут влиять на величину выплачиваемых дивидендов в РФ. Эта работа продолжает цикл исследований, проводимых под руководством Теплово Т.В. в рамках проекта Лаборатории анализа финансовых рынков [2, 20]. Представленное исследование заключается в тестировании теории удовлетворения предпочтений инвесторов, модели Линтнера, а также построении зависимости количественных показателей дивидендных выплат от широкого набора факторов. Методология основывается на существующих исследованиях, однако в каждом конкретном случае учитываются особенности российского рынка в общем и имеющейся выборки в частности.

1. ОБЗОР СУЩЕСТВУЮЩИХ ИССЛЕДОВАНИЙ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

Главной целью работы является поиск определяющих дивидендную политику российских компаний факторов, которые отражаются наблюдаемыми или рассчитываемыми показателями. Но для достижения этой цели для начала следует обратиться к теориям, объясняющим, зачем компании платят дивиденды. Ведь именно эти теории и определяют круг поиска факторов для статистического исследования, а также помогут в интерпретации полученных результатов.

1.1. Традиционные теории, объясняющие выплаты дивидендов

Разговор о дивидендной политике принято начинать с упоминания работы Modigliani and Miller (1961) [18], в которой впервые были внимательно рассмотрены теоретические аспекты дивидендных выплат компаний. Стоит заметить, что целью работы не ставилось объяснить имеющее место в реальности поведение компаний. Введя несколько предпосылок, описывающих идеальный рынок, авторы аналитически показали, что дивидендная политика фирмы никак не влияет на ее стоимость, которая определяется исключительно инвестиционными решениями. Дальнейшее изучение дивидендной политики основывалось на ослаблении той или иной предпосылки.

Одной из первых проработанных дивидендных теорией стала теория клиентуры. Она основывается на существовании налогов в реальном мире, а точнее, на существовании налоговых асимметрий. Согласно теории, каждая группа инвесторов из-за различий в налогообложении предъявляет спрос на акции с определенным уровнем дивидендных выплат. Менеджеры компаний же могут наблюдать предельную налоговую ставку своих акционеров и, исходя из этого, выбирать дивидендную политику. Проверка данной теории традиционно заключается в исследовании поведения цены акций и объемов торгов вокруг даты закрытия реестра (например, Elton and Gruber, 1970 [11]). Более подробное рассмотрение теории клиентуры для настоящего исследования вряд ли представляет интерес.

Еще одной теорией, объясняющей выплаты дивидендов, является сигнальная теория, которая основана на реально существующей асимметрии информации между инвесторами и менеджерами компании. В работе Bhattacharya (1979) [5] было с теоретической точки зрения показано, что при имеющейся у менеджеров информации о будущей прибыли им будет выгодно подать дивидендный сигнал только в том случае, если они действительно ожидают увеличения прибыли. Т.е. предъявление повышенного спроса на акции, по которым объявлено о повышении дивидендов, является рациональным.

Однако сигнальная теория в первую очередь затрагивает аспекты дивидендной политики, несколько отличные от исследуемых в настоящей работе – зависимость цены акции или будущих прибылей от объявления дивидендов. Модель Линтнера (Lintner, 1956 [17]) также может быть отнесена к сигнальной теории, однако, несмотря на это, рассматриваемая в рамках этой модели причинно-следственная связь совпадает с рассматриваемой в данной работе.

Основным выводом модели Линтнера является то, что компании стараются сглаживать траекторию вы-

плачиваемых дивидендов. Они имеют целевой уровень доли прибыли, направляемой на дивиденды, и стараются избегать снижения дивидендов, поэтому увеличивают их, только если предвидят долгосрочное увеличение прибыли.

Для эмпирического тестирования дивиденд текущего периода ставился в зависимость от дивиденда предыдущего периода и текущей прибыли на акцию, период исследования – 1918-1941 гг. Исходя из полученных оценок, был сделан вывод, что в среднем компании в США имели целевой коэффициент дивидендных выплат 50% и увеличивали дивиденды на 30% от увеличения прибыли. Модель Линтнера получила подтверждение в работе Fama and Babiak (1968) [12].

Еще одним объяснением выплаты дивидендов является агентская теория. Агентская проблема заключается в том, что при отсутствии достаточного внешнего контроля управляющие склонны действовать в своих собственных интересах, которые зачастую пересекаются с интересами акционеров (например, Jensen and Meckling (1976) [15]). Изначально агентская теория дивидендов была выдвинута в теоретической работе Easterbrook (1984) [10], в которой показано, что одной из причин, по которой компании выплачивают дивиденды, может быть снижение агентских издержек путем ограничения денежного потока, доступного менеджерам.

Наиболее законченную форму и четкое эмпирическое подтверждение агентская теория дивидендов получила в работе DeAngelo, DeAngelo and Stultz (2006) [8]. В данном исследовании авторы вводят новую теорию – теорию жизненного цикла (life-cycle theory), которая по своей сути является разновидностью агентской теории. Она заключается в том, что на склонность компании выплачивать дивиденды влияет в первую очередь соотношение между выгодой от контроля менеджеров и издержками, связанными с выплатой дивидендов. Определяющим для этого соотношения предполагается этап жизненного цикла компании. Молодые компании имеют множество привлекательных инвестиционных проектов, дефицит денежных средств и высокие издержки привлечения внешнего капитала. Т.е. агентская проблема в таком случае стоит не так остро, а издержками выплаты дивидендов является потребность в дорогостоящем и труднодоступном внешнем финансировании. В случае с крупными зрелыми компаниями все оказывается ровно наоборот: они располагают большим свободным денежным потоком, имеют меньше возможностей для расширения, доступ к рынку капитала не затруднен. Поэтому именно такие компании в первую очередь будут выплачивать дивиденды.

Для эмпирического тестирования выдвинутой гипотезы за показатель жизненного цикла берется соотношение привлеченного и заработанного капитала, а именно отношение нераспределенной прибыли ко всему акционерному капиталу (RE/TE) и отношение нераспределенной прибыли к активам (RE/TA). Статистическая проверка проводится на рынке США, за период 1973-2002 гг. Авторы получают убедительное подтверждение своей теории.

Стоит отметить, что в большинстве современных эмпирических исследований [8, 9, 13, 19] при построении регрессий наряду с проверкой той или иной теории тестируется и зависимость дивидендных выплат от довольно стандартного набора финансовых показателей (размер компании, рентабельность, инвестиционные возможности, долговая нагрузка, доля основных средств в

активах). Среди зависимых переменных обычно фигурирует или бинарная переменная – ноль, если данная компания не платила дивиденды в данном году, и единица в противном случае, или количественный показатель, чаще всего коэффициент дивидендных выплат.

1.2. Теория удовлетворения предпочтений инвесторов (catering theory)

Говоря о теориях, объясняющих дивидендные выплаты, нельзя не упомянуть поведенческую теорию удовлетворения предпочтений инвесторов (Baker, Wurgler (2004) [4]). В отличие от рассмотренных ранее, данная теория является поведенческой и стоит в некотором роде особняком. Основная идея заключается в том, что менеджеры компании строят дивидендную политику, ориентируясь на текущие предпочтения инвесторов относительно выплаты или невыплаты дивидендов. Но в отличие от теории клиентуры, предпочтения инвесторов объясняются в первую очередь не объективными факторами (налоговые выгоды и т.п.), а «настроением» инвесторов на рынке.

Для эмпирического тестирования предложенной модели реакция менеджеров оценивается по изменениям доли компаний, начинающих выплату дивидендов, а также продолжающих ее и прекращающих. Количественные показатели авторы считают менее подходящими для исследования ввиду описанной специфики гипотезы. Рассматривается рынок США, период исследования – 1962-2000 гг. В качестве основного показателя, описывающего предпочтения инвесторов, берется дивидендная премия – разность логарифмов среднего отношения рыночной стоимости к балансовой стоимости собственного капитала плательщиков и неплательщиков дивидендов. Этот показатель рассчитывается отдельно с использованием простого среднего арифметического и с использованием средневзвешенного по балансовой стоимости собственного капитала.

Эмпирическое исследование показывает значительную корреляцию между увеличением числа компаний, начинающих выплаты, и увеличением дивидендной премии в предыдущем периоде. Показатель дивидендной премии, рассчитанной с помощью взвешивания по book value, объясняет 60% колебаний в доле компаний, начинающих выплату дивидендов.

В работе Neves, Pindado, Torre (2006) [19] теория удовлетворения предпочтений инвесторов находит подтверждение и на европейских рынках за период 1986-2003 гг. Авторы развивают теорию, указывая на ее связь с традиционными гипотезами дивидендных выплат и на влияние удовлетворения предпочтений на количественный показатель – коэффициент дивидендных выплат (payout ratio, pr).

Однако рассматриваемая теория находит подтверждение не во всех исследованиях (например, Denis and Osobov, 2008) [9]. Возможное объяснение этого было предложено в работе Ferris, Jayaraman and Sabherwal (2009) [14], в которой показано, что желание менеджеров удовлетворять нерациональные предпочтения инвесторов сильно зависит от правовой системы. Авторы делают вывод, что catering theory работает в первую очередь в странах англо-саксонского права, тогда как в странах романо-германского права теория почти не находит подтверждения. Это объясняется тем, что акционеры в странах англо-саксонского права лучше защищены и имеют больше прав.

1.3. Статистические исследования дивидендной политики российских компаний

В то время как по дивидендной политике компаний развитых рынков было проведено множество самых различных исследований, обращающих внимания на те или иные аспекты выплаты дивидендов и проверяющих зависимость дивидендов от самых различных факторов, дивидендная политика российских компаний изучена в гораздо меньшей степени. Большая часть публикаций носит скорее описательный, аналитический характер, а не характер статистических, научных исследований.

Однако эконометрические исследования все же существуют. Пирогова и Волкова (2009) [21] проводят исследование дивидендной политики компаний трех стран: Российской Федерации, Индии и Китая за период 1995-2008 гг. В работе строится большое число моделей с разным количеством наблюдений, однако для иллюстрации соотношения числа наблюдений по странам имеет смысл привести количество рассматриваемых компаний за 2008 г.:

- 43 в РФ;
- 848 в Индии;
- 716 в Китае.

Отличительной особенностью данной статьи является не совсем стандартная эндогенная переменная – коэффициент отношения дивидендных выплат к активам компании. Объясняющие переменные делятся на макрофакторы (предельная налоговая ставка, реальная процентная ставка), внутренние характеристики компании (рентабельность, размер компании, бета, наличие инвестиционных возможностей, темп роста компании, долговая нагрузка) и число акционеров.

Для российского рынка значимыми оказываются лишь факторы размера компании (активы компании) и темпа ее роста (темп роста активов). Здесь стоит заметить, что данные результаты представляются тривиальными, так как активы используются для расчета зависимой переменной. В дополнение к выявленным по РФ факторам, для дивидендных выплат в Индии значимыми являются также рентабельность, бета и долг компании. Для Китая были получены результаты схожие с описанными для Индии, однако для дивидендной политики китайских компаний оказалась неважна бета, а влияние размера компании и долговой нагрузки было обнаружено по другим показателям: по выручке и финансовому рычагу вместо активов компании и отношения долга к рыночной стоимости собственного капитала. При проверке модели Линтнера в РФ определяющим явился размер дивиденда в предыдущем периоде, в Индии – текущая прибыль, а в Китае – оба фактора.

Представляется, что действительно значимые результаты получены в первую очередь по Индии и Китаю, а не по РФ, поскольку выборка российских компаний более чем в 10 раз меньше выборки по обоим другим странам. Кроме того, в работе не приводится описания работы с выборкой, не указывается, были ли исключены при регрессионном анализе нетипичные наблюдения. Среди технических моментов указывается выбор между моделями с фиксированными и случайными эффектами, однако не объясняется, например, выбор метода проверки модели Линтнера на основе построения одной регрессии по всем наблюдениям вместо построения отдельных регрессий по каждой компании.

Шагалеева (2011) [22] исследует дивидендные выплаты компаний РФ, Венгрии и Польши. Большая часть выводов в работе основывается на регрессиях, построенных с использованием бинарной зависимой переменной. Однако также используется и количественный показатель – коэффициент дивидендных выплат. В качестве независимых переменных выступают:

- во-первых, стандартный набор финансовых показателей;
- во-вторых, набор переменных, характеризующих структуру собственности.

Таковыми переменными являются доля мажоритарного акционера в капитале компании, квадрат этой величины, доля государства, доля менеджеров, тип крупнейшего собственника.

Выборка суммарно состоит из 514 наблюдений по 141 компании, из которых 97 российских компаний, 31 польская, 13 венгерских. Период наблюдения 2004-2008 гг. По РФ выявлена значимая зависимость вероятности выплат от размера компании и рентабельности и отрицательная – от темпов роста. Из факторов структуры капитала влияние оказывают квадрат доли мажоритария (отрицательное) и доли государства (положительное). На величину дивидендов положительное влияние оказывают доля государства и доля менеджера. В Польше значимое влияние на вероятность выплат оказывают только факт наличия государства или менеджера в качестве мажоритария, и доля государства – на величину выплат. На вероятность выплат Венгерских компаний оказывают положительное влияние доходность и величина активов, и отрицательное влияние – доля иностранных собственников. Доля выплаченной прибыли зависит только от рентабельности.

Главным вкладом данной работы в исследование дивидендной политики в РФ явилось подробное тестирование различных гипотез о влиянии структуры собственности на дивиденды. Однако стоит заметить, что при использовании в качестве зависимого показателя вероятности выплат, имеет смысл включать в список объясняющих переменных также и макроэкономические факторы. Ведь, например, по итогам кризисных лет наблюдается заметное снижение числа компаний, платящих дивиденды (по итогам 2008 г. доля акций в индексе ММВБ, по которым выплачивались дивиденды, упала с 83% до 53%). Причина такого рода изменений вряд ли может быть раскрыта посредством исследования только внутренних для компаний факторов.

Также активными исследователями дивидендной политики в России являются Ружанская Л.С., Теплова Т.В. [20], Ульянов А.И.

2. МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ

Исследование состоит из трех частей: отдельно тестируются теория удовлетворения предпочтений инвесторов и модель Линтнера, после чего проводится построение зависимости различных количественных показателей дивидендной политики от наиболее широкого перечня показателей. Период исследования – 1999-2009 финансовые годы.

2.1. Исследование российского рынка на основе catering theory

Тестирование теории удовлетворения предпочтений инвесторов проводится на основании работы Baker, Wurgler (2004) [4], в которой она и была предложена. Показателем, отражающим предпочтения инвесторов от

носителем того, выплачивается по акции дивиденд или нет, взят показатель дивидендной премии. Для его расчета оцениваются отношения $market\ value\ to\ book\ value$ (MV/BV) в отдельности для компаний, выплачивающих дивиденды, и для компаний не платящих их. Среди компаний каждого типа берется среднее арифметическое (или средневзвешенное по $book\ value$) MV/BV , и разность натуральных логарифмов получившихся величин называется дивидендной премией. В оригинальной статье используются показатели, полученные по обем методикам усреднения, и ни одному из них не отдается предпочтения, поэтому аналогичное решение принято и для исследования российского рынка.

Информация по MV/BV берется из базы данных Bloomberg на 31 декабря соответствующего года. Плательщики и неплательщики дивидендов выделяются для каждого года в отдельности. Принято решение для вычисления дивидендной премии года t плательщиком в год t считать акционерное общество, выплачивающее дивиденды с 1 января по 31 декабря года t в виде промежуточных дивидендов или из прибыли периода $t - 1$. Это связано с тем, что данные по MV/BV запрашиваются на 31 декабря, поэтому на отношение MV/BV по состоянию на, например, 31 декабря 2008 г. влияние могут оказывать дивиденды, выплаченные в середине 2008 г. из прибыли 2007-го, а не дивиденды, которые, возможно, будут выплачены через полгода из прибыли 2008 г. Данные по выплате дивидендов собирались вручную¹.

Дивидендная премия используется для того, чтобы выявить, стремятся ли менеджеры компаний подстраиваться под настроения инвесторов или нет. Для этого для каждого года рассчитывается показатель *Initiate*, отражающий долю компаний, начинающих выплату дивидендов, а также показатели *Continue* и *List*, отражающие долю компаний, продолжающих выплаты и долю компаний, платящих дивиденды, среди включенных в выборку.

Здесь стоит обратить внимание на то, что несколько меняется логика зависимости и поэтому отнесение наблюдений к тому или иному году также меняется. Теперь плательщиком за период t признается компания, если она выплачивала дивиденды в году $t + 1$ из прибыли t . В оригинальной статье это отражено использованием лаговой переменной, однако для данного исследования удобнее использование именно такой методики, поскольку при тестировании всех остальных гипотез используются показатели за финансовый год. Логика зависимостей следующая: на основе выплаты или невыплаты дивидендов рынок оценивает компанию, что фиксируется на конец календарного года, после этого, в следующем году менеджеры компаний принимают решение о дивидендах, принимая во внимание внешне заданную дивидендную премию на рынке.

Изначально выборка состоит из 1 261 компании, после исключения наблюдений, по которым нет информации о MV/BV , остается 656 компаний. По 61 компаниям из них нет информации о наличии или отсутствии дивидендов, что оставляет итоговую выборку, состоящую из 594 компаний. При этом следует иметь в виду, что по подавляющему большинству из них данные

имеются лишь за часть указанного выше периода, а для некоторых и вовсе по одному году.

Из рассмотрения также сразу исключаются наблюдения с $MV/BV > 100$, так как они маловероятные, а главное, очень сильно смещают последующие оценки среднего. Так как даже значения $MV/BV > 10$ могут оказывать заметное влияние на полученное среднее, проводятся отдельно вычисления для всей выборки и для выборки, из которой исключены наблюдения с $MV/BV > 10$ (доля таких наблюдений в году составляла 0-3,5%).

2.2. Тестирование модели Линтнера на российском рынке

Следующим этапом исследования является проверка справедливости модели дивидендной политики, изложенной в работе Lintner (1956), для российских компаний. Математически модель заключается в уравнении зависимости изменения абсолютной величины дивидендов ΔDiv_t от разницы целевого уровня выплат Div^*_t и дивиденда предыдущего периода $Div_{(t-1)}$. Для статистического тестирования уравнение переписывается с использованием

$$Div^* = pr \cdot EPS, \quad b = pr \cdot c, \quad d = 1 - c,$$

где pr – целевой коэффициент дивидендных выплат (payout ratio), EPS – прибыль на одну акцию (earnings per share), c – коэффициент сглаживания.

$$\Delta Div_{it} = a_i + c_i(Div^*_{it} - Div_{i(t-1)}) + u_{it};$$

$$Div_{it} = a_i + b_i EPS_{it} + d Div_{i(t-1)} + u_{it}.$$

Стоит сразу заметить, что для эконометрического анализа указанного выше уравнения может применяться несколько методов. В оригинальной статье и в дальнейшем в работе Fama and Blahnik (1968) оценки получаются путем построения регрессий по каждой компании в отдельности и последующего усреднения полученных оценок коэффициентов. В работах Aivazian et al. (2003) [3] и Пирогов и Волкова (2009) [21] применяется оценка коэффициентов сразу по всей выборке, только в первой работе используется обычный МНК по общему пулу, а во второй работе – анализ панельных данных. Авторы отдельно не уточняют, нормируются ли в таком случае исходные данные. Если нормировки не происходит, то ввиду больших различий в абсолютных значениях дивидендов и EPS возникнет сильная гетероскедастичность.

Усреднение оценок, полученных по индивидуальным регрессиям, представляется более адекватным для тестирования применимости модели Линтнера к определенному рынку. Ведь, по большому счету, менеджеры компаний или придерживаются политики сглаживания дивидендов, или не придерживаются, хотя возможно и с разными коэффициентами. Поэтому смысл в построении одной регрессии есть в первую очередь при оценке коэффициентов, а не при тестировании применимости самой модели. В пользу регрессии по общей выборке говорит тот факт, что индивидуальные регрессии в РФ заведомо будут менее значимыми, поскольку временные ряды очень малы (максимум 10 лет), в то время, как по рынку США использовались ряды в более чем 30 лет.

В данной работе используются оба метода. Для устранения или смягчения указанных статистических проблем при построении одной регрессии имеет смысл провести нормировку всех переменных. Однако в лите-

¹ Информация бралась с сайтов эмитентов, а также со следующих электронных ресурсов: http://www.2stocks.ru/main/invest/stocks/info/dividends?isid=0&year_filter=2009; <http://depo.finam.ru/emittents/wlc4d00011/default.asp>; <http://www.rts.ru/ru/securitysearch.html>

ратуре по тестированию модели Линтнера соответствующих указаний найдено не было, поэтому в настоящем исследовании предлагается собственный способ нормировки. Главный критерий для выбора данного способа – чтобы после проведения нормировки не менялись коэффициенты при Div_{t-1} и EPS в регрессиях, построенных по каждой фирме в отдельности, поскольку данные коэффициенты имеют экономическую интерпретацию, указанную выше. Таким образом, стандартное взятие за единицу значений всех показателей для каждой фирмы, например, за первый год не подходит: хотя все зависимости сохранятся, но коэффициенты изменятся. Для того чтобы этого избежать, все три переменные должны нормироваться на одно и то же число. Такая процедура эквивалентна, по сути, проведению дробления или консолидации, то есть никак не затрагивает экономический смысл показателей. В данном случае в качестве делителя было принято решение взять среднее значение ненулевых дивидендов. Использование среднего объясняется тем, что при взятии дивиденда за определенный год есть вероятность того, что это значение дивиденда окажется сильно нетипичным для компании, и тогда нормированные данные для компании вновь окажутся слишком большой или, наоборот, слишком маленькой размерности.

Для модели Линтнера количество наблюдений не является критическим для тестирования, ведь в оригинальной статье зависимость выявлялась с использованием всего 28 компаний, причем эти компании сознательно отбирались таким образом, чтобы отражать наиболее широкий диапазон различных условий. Для тестирования на российском рынке были изначально отобраны 53 крупные компании с наиболее стабильными дивидендами по обыкновенным акциям. Стоит заметить, что традиционно в подавляющем большинстве работ по развитым рынкам все дивидендные теории проверяются только на основе выплат по обыкновенным акциям, поэтому и в настоящем исследовании привилегированные акции не учитываются. Объяснением этому может служить несколько иная природа привилегированных акций – сочетание в них свойств долговой и долевого ценной бумаги. По многим привилегированным акциям в случае принятия решения о выплате акционерные общества в РФ обязуются выплачивать дивиденды не ниже определенного уровня, который может быть прописан в уставе в процентах от номинальной стоимости акций, от чистой прибыли или в рублях на акцию. Кроме того, дивиденд по привилегированным акциям не может быть меньше чем по обыкновенным.

Сбор данных о дивидендах и прибыли на акцию производится по финансовым годам за период 1999–2009 гг. То есть к 2009 г. относились дивиденды, выплаченные по результатам этого года в 2010 г. и EPS , рассчитанное с использованием чистой прибыли и среднего числа акций 2009 г. Информация бралась из базы данных Bloomberg.

После удаления наблюдений, по которым нет данных о дивиденде данного или предыдущего периода или данных о прибыли на акцию, получается первоначальная выборка, состоящая из 321 наблюдения. Отмечается 21 случай отрицательной прибыли. Такие наблюдения также были удалены из рассмотрения, поскольку в таком случае логика тестируемой зависимости теряется. После этого остается выборка из 49 компаний, по которым есть 300 наблюдений. В зависимости от тех

или иных способов построения регрессий выборка также будет сокращаться из-за нетипичных наблюдений.

2.3. Выявление зависимости количественных показателей дивидендных выплат от широкого списка финансовых, нефундаментальных и макроэкономических факторов

Заключительным этапом исследования российского рынка на предмет детерминант дивидендной политики компаний является тестирование зависимости количественных показателей дивидендных выплат от максимально широкого списка факторов, которые могут влиять на них. Стоит сразу заметить, что исходя из результатов применения теории удовлетворения предпочтений инвесторов и модели Линтнера к российским компаниям, ждать четко объясняемых дивидендов не приходится. То есть анализ проводится для того, чтобы выявить показатели, в среднем определенным образом влияющие на величину дивидендов.

Вариант с построением бинарной модели (как например в Fama, French, 2001 [13]) был отвергнут. Это объясняется тем, что эмпирическое тестирование проводится по наиболее крупным компаниям, с ликвидными акциями, а большинство таких компаний в РФ выплачивает дивиденды². Рассматривать же большое число информационно закрытых российских компаний с неликвидными акциями вряд ли целесообразно.

Таким образом, было принято решение использовать для анализа количественные показатели, а именно коэффициент дивидендных выплат pr , отношение дивидендов к нераспределенной прибыли div/RE и отношение дивидендов к свободному денежному потоку div/FCF . Основным критерий для выбора зависимых переменных для целей данного исследования – чтобы выбранные показатели действительно отражали политику компании в области дивидендных выплат.

Преимущество использования нескольких зависимых переменных заключается в том, что полученные результаты будут некоторым образом проверяться на устойчивость. О серьезной значимости фактора можно будет судить, если она будет выявлена сразу при трех вариантах показателей, отражающих дивидендную политику компании.

В качестве объясняющих переменных берется максимально широкий список финансовых, нефундаментальных и макроэкономических факторов. Стоит заметить, что традиционно многие факторы в исследованиях отражаются различным образом. Так, например, в большинстве исследований тестируется зависимость дивидендной политики от размера компании, однако размер компании может считаться разными способами: по активам, по капитализации и т.п. Чаще всего в исследованиях тестируется лишь один вариант, в рамках данной работы будут строиться регрессии с несколькими способами расчета таких факторов. Расчет объясняющих финансовых переменных производится на основании информации базы данных Bloomberg (табл. 1).

Нефундаментальными факторами, включенными в регрессию, являются доля мажоритарного акционера в

² В основном доля акций в индексе ММВБ, по которым выплачивались дивиденды, составляет 80–100%, и только по итогам кризисного 2008 г. эта величина составила 53%.

капитале компании *maj* и доля государства *gov*. Использование этих факторов объясняется большой долей компаний с государственным капиталом и значительной концентрацией собственности. Т.е. логично предположить, что дивидендная политика компании, почти полностью принадлежащей одному человеку, будет отличаться от политики компании с распыленной структурой собственников или принадлежащей государству. Неиспользование статистических коэффициентов концентрации, например индекса Герфиндала-Хиршмана, объясняется отсутствием качественных данных о конечных бенефициарах многих компаний, а расчет таких коэффициентов с использованием доли номинальных держателей представляется некорректным.

Таблица 1

ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПЕРЕМЕННЫЕ МОДЕЛИ

Фактор	Ожидаемый знак	Расчет показателя	Сокращение
Размер компании	+	Натуральный логарифм активов	<i>In(TA)</i>
		Натуральный логарифм выручки	<i>In(Sales)</i>
		Персентильный ранг по капитализации	<i>rang</i>
Инвестиционные возможности	-	Отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости собственного капитала	<i>MV/BV</i>
		Темп прироста активов	ΔTA
		Цена акции к прибыли	<i>P/E</i>
Рентабельность	+	Рентабельность активов	<i>ROA</i>
		Рентабельность продаж	<i>ROS</i>
		Рентабельность собственного капитала	<i>ROE</i>
Долговая нагрузка	+/-	Отношение долгосрочной задолженности к сумме капитализации и всего долга	<i>debt1</i>
		Отношение всего долга к капитализации	<i>debt2</i>
Доля основных средств в активах	+/-	Доля основных средств в активах	<i>tang</i>
Соотношение привлеченного и заработанного капитала	+	Отношение нераспределенной прибыли к активам	<i>RE/TA</i>
		Отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу	<i>RE/TE</i>

Макроэкономическими факторами выбраны ставка рефинансирования *ref*, темп прироста реального валового внутреннего продукта (РВП) *growth*, а также две дамми переменные, отвечающие за 2008 г. и 2009 г. (2008-й и 2009-й соответственно). Ожидается отрицательная зависимость выплат от ставки рефинансирования, поскольку от нее зависит ставка, по которой компания может брать в долг. Чем дороже долговое финансирование, тем больше компания будет ориентироваться в своих инвестиционных программах на собственную прибыль и соответственно тем меньше будет ее распределять. Другие макрофакторы включены для отражения общей экономической ситуации в РФ. Так, например, в рамках тестирования *catering theory* было выявлено, что в период кризиса доля компаний, платящих дивиденды, сократилась. Соответственно можно выдвинуть гипотезу, что плохая экономическая ситуация отрицательно будет влиять и на

объем выплат каждой компании. Также в регрессию включена и дивидендная премия *premium*.

Нефундаментальные данные (доли государства и мажоритарного акционера в акционерном капитале компаний) были собраны Тепловой Т.В. в рамках работы по ЛАФР. Макроэкономическая статистика бралась из IFS (базы данных Международного валютного фонда)³, ставка рефинансирования представлена по состоянию на конец каждого календарного года. Дивидендная премия получена в рамках тестирования теории удовлетворения предпочтений инвесторов (выбран вариант расчета средних *MV/BV* плательщиков и неплательщиков с использованием взвешивания по балансовой стоимости собственного капитала).

Изначальная выборка содержит 53 компании, используемые для проверки модели Линтнера на российском рынке. Количество наблюдений с доступной информацией даже по зависимым показателям невелико: 172 наблюдения по *pr*, 168 – по *div/RE*, 138 – по *div/FCF*. Приведенные цифры получены после удаления наблюдений с нулевыми дивидендами. Это сделано из-за того, что такие случаи нетипичны для выборки и будут смещать все оценки, усложняя выявление влияющих факторов. Добавление требования о наличии информации по одной или нескольким объясняющим переменным также уменьшает выборку. Кроме того, в выборке присутствуют нетипичные наблюдения, которые для получения значимых оценок также должны быть исключены.

Методика построения регрессий схожа для всех трех зависимых переменных. Первоначально отбирается список регрессоров таким образом, чтобы среди них не попадались переменные, отвечающие за один и тот же фактор. После этого отбираются наблюдения, по которым есть вся финансовая информация. Наличие информации по структуре акционерного капитала на этом этапе не требуется, поскольку такое требование заметно сократит выборку. Макроэкономическая статистика и дивидендная премия есть за все годы без исключения. Далее по получившемуся массиву данных строится предварительная регрессия от всех факторов, и по графикам подбора выявляются нетипичные наблюдения. При этом особое внимание уделяется зависимым переменным: удаляются наблюдения, начиная с определенного, достаточно высокого, уровня дивидендных выплат. Это оправдано и с экономической точки зрения, так как МНК очень чувствителен к выбросам, и с экономической – ведь, по-видимому, особо высокие выплаты, которые не типичны для российского рынка, имеют свою природу, и их не нужно пытаться объяснить в рамках рассматриваемой модели.

После удаления наблюдений с нетипичными значениями тех или иных переменных строится еще одна общая регрессия, а также парные регрессии по числу объясняющих факторов. Затем производится попытка построить значимую регрессию по набору факторов, оказавшихся значимыми в индивидуальных регрессиях. Выбор самой удачной регрессии делается по показателю нормированного R^2 . Важно понимать, что имеет значение не абсолютная величина этого показателя, а увеличение или уменьшение его при добавлении в регрессию новых факторов. Далее к финансовым и макроэко-

³ Недостающая информация о темпах прироста реального ВВП в 2009 г. была взята с сайта ЦРУ <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/rs.html>

номическим добавляются нефундаментальные факторы. В заключение по выделенному набору значимых факторов расширяется выборка за счет неудаления наблюдений с отсутствующими другими факторами.

3. ЭМПИРИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ

Применение теории удовлетворения предпочтений инвесторов к российскому рынку не дает значимых результатов. Ни в одном из вариантов построения зависимой и объясняющих переменных не была выявлена корреляция между количеством компаний, начинающих выплату дивидендов и показателем настроения инвесторов – дивидендной премией. С одной стороны, это может объясняться тем, что удовлетворение предпочтений инвесторов в среднем на российском рынке действительно отсутствует. В пользу этого говорит, например, вывод, сделанный в работе Ferris, Jayaraman and Sabherwal (2009), что catering theory не работает в странах с романо-германской правовой системой, из-за относительно более низкой защиты прав инвесторов. С другой стороны, полученные результаты могут быть связаны с низким качеством анализируемых данных: для получения достаточного количества наблюдений в выборку включались мелкие компании, акции которых неликвидны и рыночная оценка которых может быть не слишком показательной. Кроме того, по большинству компаний доступны наблюдения лишь за небольшое число лет, и выборка в начале периода наблюдения оказывается мала и несопоставима с используемой при тестировании теории в развитых странах. Именно поэтому, теория удовлетворения предпочтений инвесторов дополнительно проверяется путем включения дивидендной премии в регрессии количественных показателей от широкого набора факторов.

При тестировании модели Линтнера была получена регрессия по всей выборке:

$$Div_{it} = 0,307 + individual\ effect + 0,089 EPS_{it} + 0,246 Div_{it-1};$$

Оба коэффициента значимы на 1% уровне,

$$R^2 = 0,176;$$

$$c = 0,754;$$

$$pr = 0,118.$$

Однако более детальный анализ выплат каждой компании в отдельности показывает, что для подавляющего большинства компаний (39 из 43) модель Линтнера не работает (незначимы один или оба коэффициента). Оставшиеся четыре компании (Горно-металлургический комбинат (ГМК) «Норильский никель», МТС, «Татнефть», «Северо-Западный телеком»), судя по имеющимся данным, действительно стараются сглаживать дивидендную траекторию (коэффициент сглаживания 0,518) и имеют средний целевой коэффициент дивидендных выплат 0,382. Поскольку модель Линтнера предполагает не просто наличие влияния на дивиденды в текущем периоде прибыли на акцию и дивидендов предыдущего периода в среднем по рынку, а довольно точную предсказуемость дивидендов, можно заключить, что данная модель к российскому рынку все же не применима.

При тестировании зависимости количественных показателей от наиболее широкого набора различных факторов, в полном соответствии с выводами по тестированию теории удовлетворения предпочтений инвесторов и модели Линтнера, дивидендная политика российских фирм вновь представляется слабо предсказуемой. Большинство из используемых факторов оказались незначимы (табл. 2). По тем же факторам, от которых удалось выявить зависимость дивидендов, можно говорить лишь о некотором усредненном, несильном влиянии в целом на дивидендную политику российских компаний, а не о четких закономерностях. Учитывая, что рассматривались крупные компании, которые к тому же достаточно стабильно платят дивиденды, можно сказать, что корпоративное управление находится в РФ на достаточно низком уровне. Тем не менее, интерпретируя все результаты, стоит иметь в виду, что выборки, по которым строились регрессии, весьма скромные.

Однако некоторые закономерности выявить все же можно. Сразу стоит заметить, что зависимости от *RE/TE*, *RE/TA*, *ROA*, скорее всего, имеют тривиальный математический характер, так как выявлены они только при использовании одной зависимой переменной, и для расчета этой переменной и указанных объясняющих в знаменателе используются сильно коррелированные показатели. Кроме того, коэффициенты при показателях соотношения заемного и привлеченного капитала имеют не ожидаемый знак.

Таблица 2

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПОСТРОЕННЫХ РЕГРЕССИЙ

Зависимая переменная	Ограничение на зависимую переменную	Объясняющие переменные	Коэффициент	Значимость	Константа	R ²	Число наблюдений
<i>pr</i>	<i>pr < 0,6</i>	<i>tang</i>	-0,343	***	0,415	0,125	107
<i>pr</i>	<i>pr < 0,6</i>	<i>tang</i>	-0,111	-	0,298	0,149	84
		<i>gov</i>	-0,2	***			
<i>div/RE</i>	<i>div/RE < 0,2</i>	<i>ROA</i>	0,15	**	0,099	0,210	101
		<i>debt2</i>	0,052	-			
		<i>tang</i>	0,053	*			
		<i>RE/TE</i>	0,075	***			
		<i>growth</i>	0,12	-			
		<i>ROA</i>	0,15	***			
<i>div/RE</i>	<i>div/RE < 0,2</i>	<i>debt2</i>	-0,062	-	0,091	0,315	91
		<i>RE/TA</i>	-0,101	***			
		<i>gov</i>	-0,066	***			
		<i>growth</i>	0,098	-			
<i>div/RE</i>	<i>div/RE < 0,12</i>	<i>ROA</i>	0,145	***	0,035	0,119	97
		<i>RE/TE</i>	-0,029	**			

Зависимая переменная	Ограничение на зависимую переменную	Объясняющие переменные	Коэффициент	Значимость	Константа	R ²	Число наблюдений
div/FCF	div/FCF < 1	debt2	-0,62	**	0,397	0,082	64
div/FCF	div/FCF < 1	ln(TA)	0,051	**	0,224	0,196	64
		tang	-0,514	**			
div/FCF	div/FCF < 1	ln(TA)	0,054	***	-0,092	0,276	62
		gov	-0,441	***			
div/FCF	div/FCF < 1	ln(sales)	0,041	**	-0,053	0,085	65

Аналогичное объяснение для того факта, что на отношение дивидендов к свободному денежному потоку положительно влияет размер фирмы, найти трудно. Несмотря на то, что данная зависимость выявлена только для одной эндогенной переменной, можно, в принципе, сделать вывод о том, что более крупные компании в РФ в среднем платят более высокие дивиденды. Тот факт, что это выражается только в доле дивидендов от FCF, но не от прибыли, можно объяснить, например, тем, что показателем чистой прибыли является бухгалтерским и в действительности менеджеры распределяют денежный поток, а не прибыль.

Также выявлено косвенное подтверждение агентской теории: на дивиденды российских компаний отрицательно влияет доля основных средств в активах. Вместе с возникающим в некоторых спецификациях влиянием нагрузки долгосрочным долгом это можно интерпретировать как то, что дивиденды и долг являются субститутами для целей снижения агентской проблемы, которая может существовать и в условиях концентрированной собственности.

Наибольшее влияние на дивиденды из рассматриваемых переменных оказывает доля государства в капитале компании. Отрицательное воздействие выявлено при использовании всех трех зависимые переменные, причем это воздействие во всех случаях статистически значимо на 1% уровне. Основное объяснение этого факта заключается, по-видимому, в том, что государство имеет значительную долю в капитале компаний, которые непрерывно требуют значительных инвестиций. Кроме того, дивиденды могут выступать в качестве инструмента создания репутации компании, что нужно ей, например, для более простого и дешевого доступа к публичному долгу. Государственным компаниям такой репутационный механизм может быть не очень необходим, так как участие государства в капитале автоматически делает их более кредитоспособными.

Итак, дивидендная политика большинства российских компаний представляется достаточно непредсказуемой для внешнего инвестора, что говорит о не слишком высоком уровне корпоративного управления. По-видимому, дивиденды часто определяются текущими потребностями основных владельцев компаний⁴. Объяснением этого может являться существующая структура собственности (большая концентрация, большая доля государства, перекрестные права владения) и слабая защищенность миноритарных акционеров, что доказывалось и в работе [20]. Дальнейшие исследования могут заключаться в расширении выборки за счет данных новых лет о выплатах дивидендов и роста числа публичных компаний, ведь отчасти

⁴ Так, например, в 2004 г. В. Рашников для сохранения контроля над компанией выкупил государственный пакет акций ММК и пакет, принадлежавший компании «Мечел», потратив 1,66 млрд. долл. После чего по итогам 2004 г. по обыкновенным акциям ММК были выплачены дивиденды в размере 10,7 млрд. руб., превышающие почти в 50 раз предыдущие выплаты. Данная цифра получена из ежеквартального отчета ММК http://www.mmk.ru/upload/iblock/bfd/4_2007.pdf.

именно благодаря доступной почти за 100 лет статистике по рынку США проведено такое большое количество различных исследований, в том числе и в области дивидендной политики. Другим направлением исследования может быть отказ от использования стандартных методов и концентрация на количественном исследовании интересов мажоритарных акционеров, например, по информации о приобретении ими крупных активов или погашении крупных кредитов. Полученный таким образом показатель может выступать в роли объясняющей переменной для коэффициента дивидендных выплат.

Литература

1. Пирогов Н.К. Дивидендная политика компаний на развивающихся рынках [Электронный ресурс] / Н.К. Пирогов, Н.Н.Волкова // Корпоративные финансы : электронный журнал. – 2009. – №4. – С. 57-77.
2. Шаралева Г.Б. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / Г.Б. Шаралева. – М., 2011. – 27 с.
3. Aivazian V., Booth L., Cleary S. Dividend policy and the organization of capital markets // Journal of multinational financial management. 2003. Vol. 13. Pp. 101-121.
4. Baker M., Wurgler J. A catering theory of dividends // The journal of finance. 2004. Vol. 59. No. 3 (Jun., 2004). p. 1125-1165.
5. Bhattacharya S.. Imperfect information, dividend policy and «The bird in the hand» fallacy // The bell journal of economics. 1979. Vol. 10. No. 1.
6. DeAngelo H., DeAngelo, L. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem // Journal of financial economics. 2006. Vol. 79. Pp. 293-315.
7. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. Are dividends disappearing? Dividend concentration and consolidation of earnings // Journal of financial economics. 2006. Vol. 72. p. 425-456.
8. DeAngelo H., DeAngelo L., Stultz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory // Journal of financial economics. 2006. Vol. 81. Pp. 227-254.
9. Denis D., Osobov D. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // Journal of financial economics. 2008. Vol. 89. Pp. 62-82.
10. Easterbrook F. Two agency-cost explanations of dividends // The American economic review. 1984. Vol. 74. №4. http://ec-socman.edu.ru/data/803/126/1231/easterbrook_-_agencyx26dividends_1984.pdf
11. Elton E., Gruber M. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect // Review of economics and statistics. 1970. Vol. 52. Pp. 68-74.
12. Fama E., Blahnik H. Dividend Policy: An empirical analysis // Journal of the American statistical association. 1968. Vol. 63. №324. p. 1132-1161.
13. Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay // Journal of financial economics. 2001. Vol. 60. p. 3-43.
14. Ferris S., Jayaraman N., Sabherwal S. Catering effects in corporate dividend policy: the international evidence // Journal of banking & finance. 2009. Vol. 33. Pp. 1730-1738.
15. Jensen M., Meckling W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. 1976. Vol. 3. Pp. 305-360.
16. Julio B., Ikenberry D. Reappearing dividends // Working paper. 2004. №585703. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=585703

17. Lintner J. Distribution of income of corporations // American economic review. 1956. May. Pp. 97-113.
18. Miller M., Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares // Journal of business. 1961. Vol. 34. p. 411-433.
19. Neves E., Pindado J., Torre C. Dividends: New evidence on the catering theory. Universidad de Salamanca, 2006. http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_14_06.pdf
20. Teplova T., Shagaleeva G. Dividend policy of companies on emerging markets. New Bulgarian university, Academia, Sofia. 2010.

Ключевые слова

Политика выплат инвесторам; дивидендные платежи; теория удовлетворения интересов инвесторов; российский рынок капитала.

Зальцман Александр Александрович
E-mail: AZaltsman@yandex.ru

РЕЦЕНЗИЯ

Выбранная Зальцманом Александром тема исследования является актуальной и научно значимой. Загадка дивидендов (или «дивидендный пазл») уже много лет волнует исследователей зарубежных рынков капитала, по российскому рынку только начинается активный процесс изучения практики и особенностей построения дивидендных политик публичных компаний.

Целью работы автор ставит выявление набора факторов, определяющих дивидендную политику российских компаний. Для раскрытия этой цели решается ряд задач: рассмотрение существующих теорий и методов их проверки на развитых рынках, подробное рассмотрение сравнительно новой теории удовлетворения предпочтений инвесторов, попытка ее применения для российского фондового рынка; тестирование модели Линтнера на российском рынке; построение зависимости количественных показателей дивидендной политики от широкого набора различных переменных (финансовых показателей компаний-эмитентов акций, нефундаментальных факторов, макроэкономических индикаторов).

Несомненное достоинство работы – присутствие блока эмпирических исследований, тестирование моделей с различными способами расчета каждого рассматриваемого объясняющего фактора, основанного на финансовых показателях компаний и показателях структуры собственного капитала. Объектом исследования являются российские публичные компании на широком временном горизонте (1999-2010 гг.). В статье достаточно подробно описана работа с исходными данными, методика проведения собственного исследования, представлены выводы по тестированию собственных гипотез о влиянии тех или иных факторов на дивидендную политику российских компаний. Интересны результаты тестирования гипотезы об удовлетворении предпочтений инвесторов (выборка из 594 компаний), гипотезы Линтнера (53 компании за период 1999-2009 гг. – к 2009 г. относились дивиденды, выплаченные по результатам этого года в 2010 г.) с оригинальным собственным методом нормирования данных. Показано, что данные по четырём компаниям российского рынка («Норильский никель», МТС, «Татнефть», «Северо-Западный телеком») удовлетворяют гипотезе Линтнера. Большое исследование проведено по тестированию различных факторов, определяющих дивидендный выбор (в рамках трех объясняемых коэффициентов). Получен интересный результат: выявлено отрицательное влияние доли государства в капитале компаний на размер выплачиваемых дивидендов.

Работа написана на высоком профессиональном уровне, демонстрирует аналитические способности (включая умение использовать эконометрические методы, работать с финансовой отчетностью компаний, критически подходить к вопросу формирования выборки). Автор четко и связно излагает как изученные и систематизированные академические работы, так и собственные гипотезы, и выводы по ним.

Теплова Т.В., д.э.н., профессор НИУ ВШЭ