



**МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**  
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования  
**«Дальневосточный федеральный университет»**

---

**ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА**

**Кафедра «Финансы и кредит»**

Радченко Владислав Александрович

**ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЫНОЧНУЮ  
КАПИТАЛИЗАЦИЮ КОМПАНИИ**

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**  
по образовательной программе подготовки бакалавров  
по направлению 38.03.02 «Менеджмент»  
«Финансовый менеджмент»

г. Владивосток  
2018

## Оглавление

|   |    |
|---|----|
| Введение.....   | 6  |
| 1 Теоретические аспекты взаимосвязи дивидендной политики и рыночной капитализации компании  |    |
| 1.1 Дивидендные выплаты: научные теории.....  | 8  |
| 1.2 Методы оценки влияния дивидендных выплат на рыночную капитализацию компании.....  | 15 |
| 1.3 Теоретические аспекты событийного анализа как метода оценки влияния дивидендных выплат на рыночную капитализацию компании .....   | 23 |
| 2 Анализ дивидендной политики компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»  |    |
| 2.1 Организационно-экономическая характеристика ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» .....   | 32 |
| 2.2 Анализ дивидендной политики компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» и ее влияния на рыночную капитализацию компании с помощью событийного анализа.....   | 38 |
| 2.3 Преимущества и недостатки в реализации дивидендной политики ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» и возможные пути ее совершенствования с точки зрения максимизации рыночной капитализации компании ..... | 52 |
| Заключение .....  | 55 |
| Список использованных источников .....  | 57 |
| Приложение А .....  | 60 |
| Приложение Б .....  | 61 |
| Приложение В.....   | 62 |

## Введение

Дивидендная головоломка давно стала предметом тщательного анализа корпоративных финансов. Это ключевая точка распределения прибыли, поскольку она напрямую влияет на стоимость фирмы и имеет первостепенное значение, как для менеджеров, так и для акционеров. Первые рассматривают его как решающую точку отсчета для финансовых и инвестиционных решений, а последние используют в качестве ключевого показателя возврата инвестиций. Учитывая важность дивидендной политики и ее влияние на эффективность денежных потоков и капитализацию компании, разработка оптимальной дивидендной политики является серьезной проблемой, с которой сталкиваются менеджеры. Анализ реакции рынка на публичные заявления на тему изменения дивидендов может быть полезным инструментом для формирования политики, максимизирующей рыночную капитализацию фирмы.

Целью дипломной работы является анализ дивидендной политики и ее влияния на рыночную стоимость компании.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие задачи:

1. Рассмотреть теоретические подходы к выбору дивидендной политики.
2. Проанализировать дивидендную политику ПАО «Филип Моррис Интернешнл» методом событийного анализа.

3. Разработать рекомендации по возможному совершенствованию дивидендной политики с точки зрения влияния на рыночную стоимость компании.

Объект исследования – дивидендная политика компании ПАО «Филип Моррис Интернешнл».

Предметом исследования выступает влияние различных дивидендных объявлений на рыночную стоимость компании.

Это исследование является максимально объективным, так как охватывает объявления о дивидендах с момента начала деятельности компании на публичном рынке. В работе принимается общепринятое утверждение о том,

что увеличение объема годовых дивидендных выплат указывает на дальнейший потенциал роста, что привлекает инвесторов.

Данная работа в основном основана на методике событийного анализа, которая в свою очередь считает наиболее корректной сигнальную теорию дивидендных выплат. Данная теория впервые была представлена Дж. Линтнером, а также особенности данной теории были доработаны П. Бхаттачарья.

Тем не менее, разные авторы выделяют разные выводы и методы интерпретации значимости дивидендной политики. Для одних дивиденды могут выступать в качестве надежного сигнала о стоимости фирмы на рынке только в нескольких предположениях: если есть информационная асимметрия между менеджерами и инвесторами. Другие ученые выделяют налоги, как основной определяющий фактор дивидендной политики. Третьи считают, что рынок предпочитает только лишь реальные денежные дивиденды любым выгодам в будущем. Стоит отметить, что правда, весьма вероятно, находится на стыке всех четырех теорий.

# **1 Теоретические аспекты взаимосвязи дивидендной политики и рыночной капитализации компании**

## **1.1 Дивидендные выплаты: научные теории**

Решения фирмы по поводу дивидендов часто переплетаются с другими решениями в области финансирования и инвестиций. Некоторые фирмы выплачивают низкие дивиденды, поскольку менеджеры, оптимистично воспринимая будущее своей компании, намерены использовать нераспределенную прибыль для расширения. В любом случае дивидендная политика является побочным продуктом решений фирмы по бюджетному (капитальному) планированию. Компании также могут выплачивать дивиденды в меньшем размере, чем могут себе позволить, по следующим причинам:

1. Стремление к стабильности – отказ от повышения дивидендов, даже при росте прибыли и денежного потока на собственный капитал связан с тем, что компании не уверены, что смогут поддержать этот более высокий уровень дивидендов. Аналогично размер дивидендов часто оставляют неизменным и при падающей прибыли и денежном потоке на собственный капитал.

2. Потребности в инвестициях – полная выплата доступной прибыли в виде дивидендов может быть отложена, поскольку компании могут откладывать денежные средства на случай незапланированных инвестиций или непредвиденных потребностей.

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, Дж. Линтнер, Р. Литценбергер и другие. Краткие сведения об авторах и основные выводы теорий, получивших наибольшее признание, представлены в таблице 1 [34].

Таблица 1 – Основные теоретические подходы к дивидендной политике

| Теория дивидендной политики                                    | Авторы   | Выводы  |
|--|--|---|
| Теория независимости дивидендов, теория Модильяни-Миллера (ММ) | Миллер, Хо, Лам, Сами, Модильяни, Омрэн, Пойнтон         | Начисление дивидендов по остаточному принципу (после удовлетворения инвестиционных потребностей и формирования достаточных резервов для развития) |
| 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, Блэк, Рамасвами, Бреннан, Груллон, Микаэли | Дивидендная политика определяется налоговыми предпочтениями акционеров и критерием минимизации налоговых выплат                                   |
| Сигнальная теория  | Росс, Айвазян, Като, Левенштейн                          | Выплата высоких дивидендов «сигнализирует» об устойчивости фирмы и ее доходов, а также о ее хороших перспективах в будущем                        |

Источник: [18]

Влияние дивидендной политики на стоимость акций компании было предметом тщательных исследований на протяжении десятилетий, а исследование Модильяни и Миллера 1961 года считается одной из фундаментальных работ в этой области [38].

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 «М&М» вызвала широкий резонанс в научных кругах. Среди ее недостатков, помимо жестких допущений и ограничений, была отмечена и безучастность самих инвесторов при выборе дивидендной политики. Теория «М&М» рассмотрела взаимосвязь между дивидендной политикой компании и ценами акций в идеальной экономике, характеризующейся идеальным рынком капитала, рациональным поведением всех участников рынка и полной определенностью. Эти допущения подразумевают, что нет никаких налогов или других транзакционных издержек,

инвесторы стремятся максимизировать свое богатство и иметь равный доступ к информации. Таким образом, авторы указывают, что стоимость фирмы не зависит от ее политики финансирования, а влияние оказывают только операционные и инвестиционные решения. Однако чем более несовершенным является рынок, тем важнее будут финансовые решения. И поскольку допущения, используемые в «М&М», были очень сильными и шли в разрез с реальностью, дальнейшие исследования были сосредоточены на примирении их находок в реальном мире, что привело к опровержению теории иррелевантности дивидендных выплат.

Линтнер в своей работе 1966 г. внес вклад в развитие теории о дивидендной политике, описав обоснованность менеджеров для выплаты дивидендов, и его выводы впоследствии стали широко известными как теория предпочтительности дивидендов. Он изучил дивидендную политику и обозначил связь между коэффициентом выплат и доходами фирмы. Автор пришел к выводу, что инвесторы больше заинтересованы в получении дивидендных выплат сегодня, нежели дохода от прироста капитала в будущем. Линтнер также отметил, что любые изменения в политике дивидендов должны быть разумными и понятными как для акционеров, так и для рынка в целом, и с этой точки зрения чистая прибыль является лучшим ориентиром. Если прибыль компании растет и, как ожидается, будет поддерживать рост в будущем, увеличение дивидендных платежей выявят перспективы компании на рынке. И если прибыль упадет и, как ожидается, упадет еще больше, снижение дивидендов будет сигнализировать об ухудшающихся перспективах компании года [35].

Экономисты Р. Литценбергер и К. Рамасвами предложили подход, получивший название теории налоговых предпочтений. 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 [32].

К основным положениям теории налоговых предпочтений можно отнести:

1. Инвесторы принимают во внимание фактор налогообложения. Поскольку доход от прироста капитала облагается налогом по меньшей ставке, чем доход от дивидендов, инвесторы скорее предпочтут компании, не осуществляющие выплату дивидендов.

2. Налог на прирост капитала подлежит уплате только в тот момент, когда инвестиция будет фактически продана. Это дает инвестору возможность самостоятельно выбрать момент, когда доход от прироста капитала будет реализован (момент фактической продажи инвестиции). Дивидендные выплаты, напротив, находятся под контролем компании и не зависят от намерений инвестора.

3. В случае смерти инвестора наследник не выплачивает налог на прирост капитала. Он может продать их по базовой цене (цена в момент унаследования) и избежать налоговых расходов.

Еще одним обоснованием теории налоговых предпочтений является концепция стоимости денег во времени, которая гласит, что стоимость 1 долл. полученного сегодня больше, чем стоимость 1 долл., который будет получен завтра. Из этой логики следует утверждение, что налоговые платежи следует отодвинуть как можно дальше во времени. Этот аргумент объясняет предпочтение инвесторов к получению дохода от прироста капитала, а не форме дивидендов.

Разбивка предположения о симметрии информации, используемая в «М&М», привела к созданию новой модели, которая получила название сигнальной модели. Данная модель будет подробно обсуждаться, поскольку она



лежит в основе моей работы. В основе данной теории лежат работы следующих авторов: Бхаттачарья, Джона и Уильямса 1985 г. Они предположили что: во-первых, есть информационная асимметрия между менеджерами или текущими акционерами (инсайдерами) и инвесторами (аутсайдерами), во-вторых, фирмы используют информационное содержание дивидендов, чтобы выявить их текущие и будущие денежные потоки на рынке, чтобы сократить разрыв в информации [27].

В-третьих, если фирма увеличивает свои дивидендные выплаты, рынок видит это объявление в качестве хорошей новости и цены на акции взлетают. Объявление будет считаться плохим известием, если фирма уменьшит свои дивиденды, тогда цены на акции упадут. Наконец, дивиденды могут передавать информацию о текущих и будущих перспективах фирмы и считаются весьма достоверным сигналом.

Также 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 значительную 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.

П. Бхаттачарья, который также придерживался сигнальной теории, один из первых пришел к выводу, что дивиденды выступают в качестве сигнала ожидаемых денежных потоков, предполагая, что существует асимметричная информация и ряд других рыночных ограничений. Учитывая, что только менеджеры (инсайдеры) знают распределение будущих денежных потоков, соответственно они используют дивиденды для влияния на рыночную стоимость фирмы. Поэтому уровень дивидендов напрямую зависит от ожидаемых денежных потоков [27].

Кроме того, фирмы различаются по своим инвестиционным возможностям: у высококачественных компаний есть проекты, которые, как правило, принесут более высокую прибыль, чем проекты некачественных фирм. Все фирмы берут на себя определенный дивиденд, исходя из ожиданий денежных потоков. Высококачественные фирмы стремятся отличаться от низкокачественных и устанавливать более высокий коэффициент выплаты.

Джон и Уильямс, также были сторонниками сигнальной теории и предложили свой вариант сигнальной модели дивидендных выплат, согласно которой у инвесторов возникают дополнительные издержки при повышении дивидендных выплат из-за налогов на дивиденды, и вместе с этим, фирмы обладают коммерческой информацией, которая позволяет им прогнозировать и просчитывать денежные потоки точнее, чем другие участники рынка, а, следовательно, для обеих сторон более предпочтительно оставить прибыль в распоряжении компании. В равновесной же ситуации решение о выплате дивидендов принимается, если спрос на наличные деньги, как у фирмы, так и у существующих акционеров выше ее внутреннего предложения [34].

Из всех вышеизложенных теорий следует общий вывод о том, что объявления о дивидендах сигнализируют о текущей прибыли фирмы, которая, в свою очередь, используется участниками рынка для прогнозирования будущих доходов. Все авторы предложили эту модель, предполагая наличие информационной асимметрии и прочих рыночных несовершенств.

Во время принятия решения о распределении прибыли компании, менеджеры в первую очередь исходят из текущего уровня дивидендов, как в абсолютном выражении, так и к доле дивидендов в чистой прибыли компании. Однако существуют ситуации, когда менеджеры компании решали резко сократить существующий уровень дивидендов для реализации определенного инвестиционного проекта, который по их расчетам принесет компании большую прибыль ее владельцам. Общее правило гласит, что фирмы с большими потоками денежных средств будут иметь более высокие будущие доходы, чем те, у которых уровень денежных потоков меньше и, следовательно, платят более высокие дивиденды, а также зачастую имеют более высокую долю прибыли, относящуюся к дивидендным выплатам.

В целом, эти сигнальные модели весьма похожи: как было отмечено в Allen & Michaely, все они полагаются на предположение о том, что фирмы меняют дивиденды, чтобы сигнализировать о своих долгосрочных перспективах. Их основное различие заключается в показателях, величина которых является определяющей для установки уровня дивидендных выплат: в работе П. Бхаттачарье это – стоимость внешнего финансирования, по мнению Джона и Уильямса это – налоги на дивиденды, а в статье Миллера и Рокка это – убытки, связанные с инвестиционной деятельностью. Эти подходы также различаются в определении того, как связаны дивиденды и выкуп акций у акционеров. И. П. Бхаттачарья, и Миллер и Рокк рассматривают дивиденды и выкуп акций как взаимозаменяемые действия, но не дают никаких детальных объяснений, какой из методов выплат приоритетнее в отдельных случаях и какие последствия для компании и для акционеров каждый из них несет [37].

Перечисленные теории стали основой для дальнейших исследований различных ученых. Кроме того, поскольку тема выбора дивидендной политики до сих пор актуальна и является одной из самых спорных в финансовой науке, полезность данных работ сложно переоценить. Абсолютно каждая из них имеет право на жизнь, поскольку была доказана и проверена эмпирическим путем. Однако современные работы по анализу дивидендной политики в основном

сходятся во мнении, согласно которому, сигнальная теория дивидендных выплат является наиболее правдоподобной. Именно поэтому в данной работе практическая часть будет в большей мере опираться именно на сигнальную теорию.

## **1.2 Методы оценки влияния дивидендных выплат на рыночную капитализацию компании**

Одним из ключевых вопросов в корпоративных финансах является оценка влияния финансовых решений (по изменению структуры капитала и взаимоотношениям с собственниками) на капитализацию компании. Именно рыночная стоимость рассматривается как ключевой показатель, диагностирующий эффективность принимаемых решений и используемых инструментов управления. Для тестирования взаимосвязей и влияния в корпоративных финансах используются различные методы, наиболее популярными из которых являются: регрессионный анализ, кластерный анализ, событийный анализ.

В качестве наблюдаемой оценки рыночной стоимости традиционно используется рыночная капитализация, а точнее ее относительная величина.

Используется коэффициент Тобина, как отношение рыночной капитализации к балансовой оценке собственного капитала, что в академических исследованиях часто трактуется как показатель инвестиционных возможностей компании, который определяется по формуле (1):

$$Q = \frac{MV}{BV}, \quad (1)$$

где  $Q$  – коэффициент Тобина;

$MV$  – рыночная стоимость;

$BV$  – балансовая стоимость.

Если рыночная капитализация положительно реагирует на принимаемые управленческие решения (операционные, финансовые или инвестиционные), то

делается вывод, что такое решение является положительным для благосостояния владельцев капитала и может трактоваться как рычаг создания стоимости. Для того чтобы выявить значимые рычаги, исследования традиционно проводятся на большой выборке компаний или событий. При этом важно выделить группы компаний, которые отличаются как фундаментальными характеристиками, так и внешней средой функционирования.

Одним из популярных методов тестирования финансовых решений является событийный анализ. Суть метода – в отслеживании реакции фондового рынка на те, или иные события, вызванные управленческими решениями или действием внешних факторов. В следующих областях корпоративных финансов метод доказал свою значимость:

1. Оценка рынком решений относительно внешнего роста компаний (слияния и поглощения).
2. Влияние на рыночную стоимость принимаемой компанией стратегии развития через диверсификацию или сфокусированность (развитие ключевых компетенций).
3. Реализация стратегии сфокусированности через продажу непрофильных активов.
4. Сигнальные эффекты финансовых результатов деятельности (объявления о динамике прибыли, операционного или чистого денежного потока).
5. Финансовые решения, например, решения о привлечении публичного заемного или собственного капитала, решение о закрытом привлечении капитала, об изменении дивидендов на акцию или дивидендной политик.
6. Решения о начале публичных торгов акциями (IPO), о выходе на зарубежные биржи, о размещении депозитарных расписок (ADR, GDR).
7. Влияние на рыночную стоимость изменений в макроэкономическом окружении, законодательные подвижки на рынке.

Теоретически метод может использоваться для оценки влияния тех или иных событий или управленческих решений на изменения в рыночных оценках самых разных ценных бумаг компании (облигаций, акций, производных инструментов). Однако наиболее часто в эмпирических исследованиях анализируется реакция цен акций.

У эмпирических исследований на базе метода событийного анализа довольно долгая история. В первых работах на эту тему показано влияние решений о дроблении акций на рыночную капитализацию компании. Например, при выборке в 95 событий (дроблений) на временном отрезке с 1921-1931 гг. Дж. Доллей обнаружил, что цена акций в ответ на объявление о дроблении выросла в 57 случаях, а упала только в 26. В последующие годы метод ES развивался, наиболее интересные исследования были представлены Дж. Маерсом и А. Бакай в 1948 г. Ц. Баркером в 1956 г., Дж. Эшли в 1962 г.

Сегодня большинство исследований базируется на алгоритме, который был разработан в конце 60-х годов в работах Р. Болла и Ф. Брауна в 1968 г. Они проанализировали информационное значение объявлений о финансовых результатах компании (прибыли) на ее рыночную оценку. В совместной работе Юджина Фама исследовалось влияние на рыночную стоимость компании фактов дробления акций. При этом проводилось разграничение эффектов для ситуаций одновременного увеличения дивидендов.

За последние годы было предложено много модификаций метода ES в рамках разработанного классического алгоритма. Необходимость корректировок алгоритмов связана с попыткой применения метода на несовершенных рынках (со слабой информационной эффективностью, низкой ликвидностью). Например, модификации позволяют учесть наличие в выборке компаний с малой капитализацией или с низкой ликвидностью акций. Ряд модификаций позволяют проводить проверку достаточно сложных гипотез, разграничивая влияние ряда факторов в наблюдаемой рыночной реакции. Например, Дж. Риттер применил метод ES для анализа операции IPO (первичного публичного размещения собственного капитала). Особенность его

модели – отсутствие периода наблюдений за рынком капитала для компании до анализируемого события, т.е. невозможность расчета «нормальной доходности» по прошлым данным.

Значимыми работами с точки зрения систематизации алгоритма и обобщения модификаций являются также работы Стефена Брауна и Дж. Ворненра [36].

Исследования связи дивидендных выплат и стоимости компании также имеют длительную историю. Напомним, что на совершенном рынке, как показали модели Мертона Миллера и Франко Модильяни (ММ гипотеза), финансовые решения не влияют на рыночную стоимость компании. Стоимость определяется исключительно операционными и инвестиционными решениями, т.е. денежным потоком, который генерируют созданные в компании активы (основной капитал). На несовершенном рынке налоги, информационная неполнота, асимметрия и агентские конфликты будут повышать значимость финансовых решений. Чем более несовершенен рынок, чем больше на нем «трений», тем значимее для создания стоимости будут финансовые решения.

Традиционно анализируемая область финансовых решений – взаимоотношения компании с ее собственниками, т.е. дивидендная политика. Количественными показателями дивидендной политики выступают:

- дивиденд на акцию (dividend per share, DPS);
- дивидендный выход (payout ratio, POR), как доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды (DPS/EPS);
- средний темп роста дивидендов.

Модельные конструкции и эмпирические исследования доказывают, что структура капитала и дивидендная политика могут трактоваться как ключевые рычаги создания стоимости. При рассмотрении налоговых эффектов традиционно подчеркивается выгода, получаемая собственниками компании при обложении дивидендов более низкой ставкой, чем прирост капитала. При учете риска в ситуации неполноты информации текущие выплаты более предпочтительны, чем отложенные, связанные с ростом рыночной стоимости.

Однако информация о будущем росте может быть искажена, рыночные инвесторы и аналитики ищут качественные сигналы, которые бы свидетельствовали о целесообразности инвестирования вместо выплат дивидендов в текущий момент.

В ряде стран налогообложение дивидендов более обременительно для акционера, чем прирост капитала. Например, в США налог на дивиденды в 70-е годы доходил до 50%, а налогообложение прибыли остается прогрессивным, что приводит к тому, что получение текущих дивидендов может рассматриваться как крайне невыгодное решение для «богатых» владельцев капитала. Кроме того, следует учитывать, что выплата дивидендов порождает фактически двойное налогообложение собственников, так как сначала компания платит налог на прибыль (корпоративный налог), а из оставшейся суммы, направляемой на дивиденды, изымается еще подоходный налог. Получается парадокс – компании платят дивиденды, несмотря на то, что это очень дорогое удовольствие для собственников.

Объяснение данному факту дают сигнальные теории. Дивиденды несут рынку информацию. Интересно, что компании, у которых возрастают дивиденды, менее подвержены последующим спадам прибыли, чем те, которые не меняют дивидендной политики, несмотря на рост прибыли. Следовательно, можно предположить, что изменения дивидендов являются сигналом о том, что текущий рост прибыли будет устойчивым.

Инвесторы могут сделать правильные выводы об уровне инвестиций компании, несмотря на то, что информация о них не может быть получена напрямую, только при условии, что они знают и правильно понимают инвестиционные возможности компании. Также они должны знать, о какой стоимости компании, внутренней или текущей, заботится менеджер и контролирующий собственник, т.е. должны понимать стратегию компании. Очевидно, что в реальной ситуации инвесторы и аналитики не могут дать абсолютно точную оценку инвестиционным возможностям и мотивам поведения команды менеджеров. В результате, на несовершенном рынке



уровень дивидендов начинает поставлять рынку информацию не только о денежных потоках компании, но и об ее инвестиционных возможностях и имеющихся стимулах инвестировать.

Сигнальная теория дивидендов дает противоречивые выводы. Снижение дивидендов может служить смешанным сигналом на рынке. С одной стороны, такое явление может характеризовать ситуацию не очень успешной работы компании и отсутствие средств для выплат собственникам (прямой отрицательный сигнал). С другой стороны, сокращение дивидендов может означать, что компания нашла хорошие инвестиционные возможности, сумела преодолеть типичную проблему зрелых компаний, которые не могут найти эффективное применение свободным денежным средствам.

Я. Амихуд совместно с М. Маргия показали, что цена акции компании по крайней мере не отреагирует отрицательно на объявление о снижении дивидендов, если фирма докажет инвесторам, что денежные потоки действительно пойдут на финансирование прибыльного проекта. Авторы статьи используют для иллюстрации этого факта пример американского автопроизводителя «Форд», который в 1975 году объявил о снижении квартальных дивидендов на акцию (DPS) с 0,80 долл. до 0,60 долл. Это объявление сопровождалось заявлением Генри Форда II, что такое решение «позволит сэкономить достаточно средств, чтобы профинансировать продукты, которые могут добавить прибыльности компании в будущие годы». В итоге акции компании выросли на 1,9%, т.е. снижение дивидендов явилось для рынка положительным сигналом. Но это, скорее, исключение из правил. Чаще инвесторы скептически относятся к подобным заявлениям [23].

Как отмечалось в работе Т. В. Тепловой, реакция цены акций нефтегазовых компаний соответствовала теории передачи дивидендов. Автор объяснил этот результат значительным объемом денежных средств, накопленных этими фирмами, что позволяет им увеличивать инвестиции, не жертвуя дивидендными выплатами, также отмечая потенциальный конфликт с агентством, который мог повлиять на реакцию рынка [17].

Примечательно что, хотя цены на акции как нефтегазовых, так и металлургических компаний отрицательно повлияли на увеличение дивидендов, их реакция была отключена по сравнению с более выраженной реакцией всего образца. Они предположили, что этот факт может указывать на зрелость фирм и может также относиться к обострению рыночных условий, которые ограничивают рост компаний. При этом ожидается, что акции нефтегазовых компаний положительно (отрицательно) отреагируют на неожиданно более высокие (более низкие) дивиденды, поскольку они генерируют массовый денежный поток, который позволяет им выдержать платежи акционерам. Акции компаний с базовыми материалами должны проявлять ту же реакцию в соответствии с гипотезой о зрелости. Компании коммунальных служб должны продемонстрировать противоположную реакцию, потому что они еще не достигли зрелости и активно инвестируют в проекты с интенсивным капиталом.

Учитывая, что данные исследований развитых и развивающихся рынков были довольно противоречивыми, стоит сравнить реакцию на акции с объявлениями о дивидендах на российском рынке и развитых рынках. Это можно сделать, так как акции многих российских компаний торгуются как на Московской бирже, так и на Лондонской или Нью-Йоркской биржах. Учитывая результаты, описанные в вышеупомянутой работе Тепловой, нулевую гипотезу можно определить следующим образом: развивающийся рынок демонстрирует большую реакцию на объявления о дивидендах, чем развитые рынки, потому что первый имеет более низкую эффективность, чем последние. Таким образом, аномальная доходность акций, обращающихся на ММВБ, будет выше, чем у акций, торгуемых на LSE или NYSE.

Как было отмечено ранее, выбранный период обучения включает два финансовых кризиса, то есть временные интервалы, характеризующиеся необычным поведением на рынке. Реакция фондовой цены на объявления о дивидендах во время кризиса также отличается от наблюдаемой обычно. Например, Теплова в своей работе изучила кризис 2008-2009 гг. И обнаружила,

что на фоне экономического спада инвесторы позитивно реагируют на снижение дивидендов, хотя отрицательная реакция на увеличение дивидендов была незначительной. Учитывая, что исследуемый образец охватывает два кризиса, было бы интересно проанализировать комбинированные данные, а затем рассмотреть два периода индивидуально, сравнив результаты. Нулевая гипотеза основана на том, что было проверено в работе Тепловой, а именно: кризисные периоды фондовый рынок реагирует положительно (отрицательно) на более низкие (более высокие), чем ожидаемые дивиденды, что должно быть уловлено большей положительной (отрицательной) аномальной доходностью на российском фондовом рынке вокруг дат объявления.

Поскольку финансовые результаты и годовые дивиденды всегда объявляются с задержкой (обычно в первом квартале следующего календарного года), для анализа реакции рынка в кризисные периоды я использовал объявления о дивидендах, сделанные в 2009-2010 гг. и 2015-2016 гг. соответственно.

Помимо изменений дивидендов, оценочные аномальные доходы также будут проверяться с использованием контрольных переменных, чтобы определить, как реакция рынка на объявления о дивидендах зависит от других факторов.

Фама и Френч установили, что существуют три детерминанта дивидендной политики фирм: прибыльность, инвестиционные возможности и размер [31].

Основываясь на работе Пирогова и Волкова, согласно гипотезе сигнализации, изменения дивидендов передают на рынок информацию об изменениях ожиданий менеджеров относительно будущих доходов и прибыльности компании. Таким образом, связь между ROA и CAAR должна быть положительной [20].

Предполагаемая гипотеза предполагает, что фирма увеличивает выплаты дивидендов, когда у нее меньше инвестиционных возможностей.

Как было отмечено Фама и Френч исследовали, фирмы, которые платят дивиденды, обычно больше, чем те, которые этого не делают. Чтобы учесть размер компании, в работе будет использованы натуральный логарифм активов фирмы в качестве доверенного лица (в соответствии с Пироговым и Волковой).

Айвазян сравнивал дивидендную политику фирм на развивающихся рынках и США и пришел к выводу, что на нее влияют одинаковые факторы, а именно рентабельность, долговое и рыночное отношение. Результаты эмпирического исследования подразумевали, что более высокий финансовый рычаг соответствует более низким выплатам дивидендов. В соответствии с Пироговым и Волковой, будет использовано отношение долга к собственному капиталу в качестве прокси-сервера для финансового рычага фирмы.

### **1.3 Теоретические аспекты событийного анализа как метода оценки влияния дивидендных выплат на рыночную капитализацию компании**

В работе используется теория, а также базовые понятия, предложенные Тепловой Т.В. Согласно данной теории, существует определенный алгоритм реализации метода событийного анализа (EV).

Шаг первый – фиксация даты события. В исследовании в роли событий выступали объявления компаний о выплате дивидендов. Заметим, что это не даты фактических выплат, а объявление решения Совета Директоров о рекомендуемой общему собранию величины дивидендов на акцию. Сложность выбора события заключается в возможном существовании неденежных расчетов компании с собственниками. Кроме денежных дивидендов значительные суммы направляются на выкуп акций, что тоже должно рассматриваться как элемент взаимоотношений компании с собственниками. Целесообразно в анализе разделять эти эффекты, так как денежные выплаты и выкуп акций несут разный информационный сигнал. Например, в нашем исследовании рассматривались объявления исключительно о выплатах в денежной форме.

Шаг второй – формулирование гипотезы, выделение новостей рынка, влияющих на анализируемый показатель. При анализе влияния дивидендов на рыночную стоимость традиционно анализируется сигнальная теория дивидендов. Поэтому среди множества событий, связанных с объявлением дивидендов, выделяются, так называемые «хорошие» (положительные), «плохие» (отрицательные) и нейтральные сигналы рынку. Традиционная трактовка «хороших» событий – увеличение дивидендов по сравнению с прошлым годом или относительно некоего заданного норматива (например, зафиксированного в уставе норматива распределения чистой прибыли или отраслевых показателей).

В США эмпирические исследования сигнальной теории дивидендов нашли широкое применение в 80-90-е годы, так как доходы от дивидендов облагались более высоким налогом, чем прирост курсовой стоимости и выгоды акционеров от увеличения дивидендов не были очевидны. Были получены подтверждения сигнальной теории дивидендов: несмотря на более высокое налогообложение дивидендов на их увеличение рынок реагировал хорошо. Еще одно приложение метода событийного анализа, реализованное в рамках исследования дивидендных выплат – проверка гипотезы об эффективности рынка. Например, работа Р.Р. Петтит реализует такого рода тестирование. Общий вывод таков: цены акций в среднем увеличиваются, когда компании увеличивают дивиденды, и в среднем снижаются, когда дивиденды снижаются. Таким образом, «хорошая» новость – объявление о повышении дивидендов, «плохая» – о снижении. Эта новостная трактовка была принята и в данной работе.

Интересны исследования влияния дивидендов на динамику рыночной стоимости при обратной ситуации, когда налоговое бремя на доход от дивидендных выплат ниже, чем на прирост курсовой стоимости для большинства классов инвесторов (например, как в Германии). Следовательно, выплата дивидендов выгодна акционерам и никакой дополнительной информации рынку объявление о росте дивидендов не несет. В работе

«Дивиденды, налоги и сигнальная теория: доказательства Германии» Якова Амихуд и М. Маргиа рассматривали реакцию немецкого фондового рынка на дивидендные объявления. Авторы обнаружили, что, несмотря на принципиальное отличие в положении акционеров по налогообложению дивидендных выплат, реакция на объявления о дивидендах в Германии схожа с реакцией в США. Кроме того, средние выплаты по дивидендам в Германии меньше, чем в США, хотя налоговая среда мотивирует к обратному [22].

Следовательно, дивиденды несут рынку сигнал, который не сглаживается налоговой средой. Авторами в выборку было включено 200 компаний, торгуемых на Франкфуртской бирже и показавших изменения в дивидендах за период с 1988 по 1992 годы. Всего в исследовании фигурировало 255 «хороших» событий, т.е. объявлений об увеличении дивидендов и 51 «плохое». Были получены следующие результаты: дивиденды отчасти показывают то же, что и объявления о доходах компаний. Рост дивидендов вызывает положительную реакцию рынка.

Заметим, что однозначное представление о положительной реакции рынка на хорошую новость не всегда выполняется. Дивиденды несут двойственный сигнал, который часто бывает гораздо глубже, чем упрощенное представление о выгодах роста текущих выплат как сигнале о будущем увеличении прибыли. Изменение дивидендов предоставляет рынку информацию не только о прогнозируемых денежных потоках компании, но и об ее инвестиционных возможностях, а также мотивах инвестирования, что частично определяется стадией зрелости компании на рынке. Если компания знает, что может эффективно использовать средства, инвестируя их в новые проекты, посылая сигнал через снижение дивидендов, то она может не только не отпугнуть инвесторов, а, наоборот, привлечь их перспективностью получения большего дохода. Интересным исследованием, демонстрирующим этот более сложный сигнал дивидендов, является работа Вулриджа и Гоша, в которой они показали, что цена акций, по крайней мере, не отреагирует отрицательно на объявление о снижении дивидендов, если фирма может

предоставить инвесторам информацию о том, что эти невыплаченные потоки действительно пойдут на финансирование прибыльного проекта.

Шаг третий – выбор периода времени (или временных точек), в течение которого будут наблюдаться цены акций. Этот временной промежуток носит название событийного окна.

Часто выбираются промежутки в 61 день и даже больше. Но рассматривать длительные отрезки имеет смысл, только если речь идет о значимых событиях для компании, например, слияниях или поглощениях. С одной стороны, слишком широкое «окно», включающее много дней до и после даты объявления сделки, приводит к тому, что избыточная (абнормальная) доходность учитывает слишком много шума, не относящегося к реакции на объявление. С другой стороны, короткое окно не учитывает возможные ошибки неверного отражения в базе данных дат объявления. Рекомендуемое событийное окно для диагностирования эффекта дивидендной политики – не более 41 дня (20 дней до и 20 дней после объявления, один день – дата самого события). Далее необходимо выбрать период событийного окна (период времени вокруг исследуемого события, в течении которого будут наблюдаться цены акций). Для анализа влияния дивидендных выплат рекомендуемое окно – 21 день, поскольку в таком случае исключается вероятность влияния других факторов на курс акций, что в свою очередь сделало бы невозможным отследить корреляцию с исследуемым событием. Кроме того, согласно исследованиям Маккинли, эффекты от объявления дивидендов имеют весьма краткосрочное влияние на рыночную стоимость.

Таким образом, с большей вероятностью исключается влияние других событий, внутривнутриполитических, макроэкономических, связанных с непосредственной деятельностью компании, не только в сам день объявления, но и внутри всего рассматриваемого событийного окна. Кроме того, как уже было замечено, эффекты от объявлений о дивидендах, очевидно, носят гораздо более краткосрочный характер, чем, например, новости о покупке контроля и изменении стратегии роста. Поэтому выбранного промежутка будет

достаточно, чтобы оценить реакцию рынка именно на эти события. В нашем исследовании наблюдалось поведение котировок акций в окне с десятого дня до события и до десятого дня после.

Шаг четвертый – расчет фактической доходности акций, наблюдаемой в каждый день событийного окна. Так как цены акций не могут принимать отрицательное значение, то стандартный прием работы с данными фондового рынка – рассмотрение логнормального распределения. Ежедневные доходности акций рассчитываются по формуле (2):

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right), \quad (2)$$

где  $R_t$  – текущая доходность;

$P_t$  – текущая цена.

Шаг пятый – это самый спорный этап проведения событийного анализа, так как рассчитывается «нормальная доходность» для всех дат событийного окна. Большинство исследований строится на выборе либо модели «постоянной средней доходности», либо на рыночной модели описания поведения цены акции (как однофакторной модели, развивающей конструкцию CAPM). Реже используются многофакторные модели на базе арбитражной теории ценообразования финансовых активов (Arbitrage Pricing Theory, APT) или фондовые индексы. Модель постоянной средней доходности подразумевает, что средняя дневная доходность ценной бумаги неизменна во времени. Таким образом, «нормальная доходность» – это средняя наблюдаемая доходность за некий выбранный период анализа компании до наступления начальной даты событийного окна. Эта предпосылка слабо согласуется с динамикой акций российских компаний, поэтому более корректно рассматривать рыночную модель. Рыночная модель строится на предположении о сохранении линейной зависимости между доходностью рынка и доходностью рассматриваемой ценной бумаги. Рыночная модель базируется на однофакторной портфельной



модели описания поведения доходности акции. Классическое выражение рыночной модели представлено в формуле (3):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i + R_m, \quad (3)$$

где  $R_i$  – требуемая доходность;

$\alpha_i$  – коэффициент альфа;

$\beta_i$  – коэффициент бета;

$R_m$  – рыночная доходность.

Как правило, расчеты альфа и бета-коэффициентов проводятся на дневных данных. Для каждого события методом наименьших квадратов (МНК, Ordinary Least Squares, OLS) строятся для динамики акций компании регрессии в среднем по ста точкам, предшествующим событийному окну. Заметим, что рыночная модель является частным случаем многофакторных моделей, которые также могут применяться для моделирования прогнозных значений доходности для дат событийного окна. Расчет производится по формуле (4):

$$E(R_i) = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (4)$$

где  $E(R_f)$  – безрисковая доходность на рынке (дневная);

$R_m - R_f$  – рыночная премия за риск (MRP).

Отметим, что различными учеными в своих исследованиях по методу событийного анализа выбирались различные временные отрезки для построения оценок (альфа и бета) рыночной модели. Например, в работе МакКинлэй 1997 г. использовались данные за 250 дней. В данной работе выбран пятимесячный интервал для построения прогнозных оценок для расчета нормальной доходности.

Согласно методологии событийного анализа, прогнозные периоды и событийные окна не должны пересекаться. Кроме того, событийные окна для

одной компании также не должны пересекаться между собой. Иначе это могло бы привести к так называемой проблеме кластеринга: события нельзя было бы считать независимыми друг от друга. Для каждого события после регрессионного расчета параметров альфа и бета по рыночной модели находится прогнозируемая нормальная доходность для каждого дня из выбранного событийного окна по формуле (5):

$$R_i = a_i + \beta_i * R_m, \quad (5)$$

где  $R_m$  – доходность фондового индекса, в нашем случае дневная доходность индекса NYSE Composite Index (NYA).

Шаг шестой – рассчитывается сверхдоходность (или избыточная, «абнормальная» доходность (abnormal return, AR)) для каждого дня событийного окна по каждому рассматриваемому событию. Учитывается, что избыточная доходность рассчитывается по формуле (6):

$$AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt}, \quad (6)$$

где  $AR_{jt}$  – избыточная доходность j-й фирмы в день t;

$R_{jt}$  – фактически наблюдаемая доходность j-й фирмы в день t;

$ER_{jt}$  – ожидаемая доходность j-й фирмы в день t, которая рассчитывается как «нормальная доходность» по рыночной модели или иной выбранной конструкции.

Расчет сверхдоходности при выборе рыночной модели формирования нормальной доходности рассчитывается по формуле (7):

$$AR_{jt} = R_{jt} - \alpha - \beta * R_m, \quad (7)$$

где  $AR_{jt}$  – отклонение реальной доходности от нормальной;

$R_{jt}$  – нормальная доходность.

Таким образом, рассчитывается отклонение реальной (фактически наблюдаемой) доходности акций от нормальной (ожидаемой) доходности. Напомним, что нормальная или ожидаемая доходность рассчитывается исходя из определенных предпосылок, как правило, на основании данных, предшествующих объявлению о том или ином событии.

Шаг седьмой – на каждый день событийного окна рассчитывается кумулятивная сверхдоходность (cumulative abnormal return, CAR). Для каждого дня она представляла собой сумму избыточных доходностей всех предыдущих дней событийного окна. Событийный анализ часто в академической литературе называют моделью накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return). Если совокупная избыточная доходность акций положительна, значит, событие приводит к созданию стоимости, и, следовательно, такое решение компании или изменение внешней среды должны рассматриваться как положительное явление.

Накопленная избыточная доходность для каждого объявления рассчитывалась по формуле (8):

$$CAR_j = \sum_{t=1}^T AR_{jt}, \quad (8)$$

где  $CAR_j$  – накопленная избыточная доходность  $j$ -ого объявления;

$T$  – 21 день – число дней в событийном окне.

Шаг восьмой – проводится агрегирование значений кумулятивных избыточных доходностей по всем событиям выборки. Суммируются по датам событийного окна значения по всем компаниям выборки и по событиям для одной компании, например, если на анализируемом временном горизонте компания несколько раз объявляла дивиденды. В результате рассчитывается среднее значение кумулятивной избыточной доходности (CAAR) по всем событиям для каждого дня событийного окна.

Шаг девятый – проводится проверка на корректность использования метода «событийного анализа». Заметим, что анализируется значительное количество объявлений определенного типа (это может быть: выкуп акций, дивиденды в денежной форме, покупка контроля, продажа активов и т.п.).

Проводится анализ статистической значимости избыточной доходности, соответствующей среднему событию. Если в среднем реакция рынка положительна и статистически значима, значит, в среднем событие приводит к повышению эффективности компании (созданию стоимости), иначе – нет. Согласно предпосылкам и методологии событийного анализа, сверхдоходности, кумулятивные избыточные доходности и кумулятивные средние избыточные доходности должны быть нормально распределены. Иначе полученные результаты нельзя считать значимыми. Нормальность распределения обеспечивает возможность принятия гипотезы о том, что на доходность акции оказывает влияние данное событие. В исследовании проведенный тест Колмогорова-Смирнова о соответствии фактического распределения результатов нормальному распределению подтвердил гипотезу о возможности аппроксимации распределения нормальным законом. Если бы распределения получились в основном не нормальными, то бы пришлось сделать вывод, что наша методология не подходит для получения значимых результатов, и данные не отвечают основной предпосылке исследования.

После анализа каждого события в отдельности путем усреднения CAR-ов рассчитываются кумулятивные средние избыточные доходности (CAAR) для каждого типа новости (плохая или хорошая).

## **2 Анализ дивидендной политики компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»**

### **2.1 Организационно-экономическая характеристика ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»**

Компания ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» занимает лидирующие позиции в мире по объемам продаж табачной продукции. Численность сотрудников компании насчитывает около 80 000 человек по всему миру, а потребителями продукции, выпускаемой ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» являются 150 млн человек. Компания владеет 9 из 20 всемирно узнаваемых сигаретных брендов, в том числе самым популярным «Marlboro». Продукция компании успешно реализуется на территории более чем 180 различных стран, кроме того компании принадлежит 48 производственных объектов в 32 странах мира. «Philip Morris» также известна своим новаторским подходом почти по всех сферах деятельности.

В России ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» представлена тремя юридическими лицами: ЗАО «Филип Моррис Ижора» – фабрика в Ленинградской области, АО «Филип Моррис Кубань» – фабрика в Краснодаре, а также компанией ООО «Филип Моррис Сэйлз энд Маркетинг», с более чем 100 филиалами в России. Примечательно, что фабрика, расположенная в Ленинградской области, является крупнейшей в мире по производственной мощности из всех фабрик РМІ. В России компания насчитывает больше четырех тысяч сотрудников, сосредоточенных в вышеперечисленных предприятиях. В компании утверждают, что за последние 10 лет объем инвестиций в России составляет 2 млрд долл. [19].

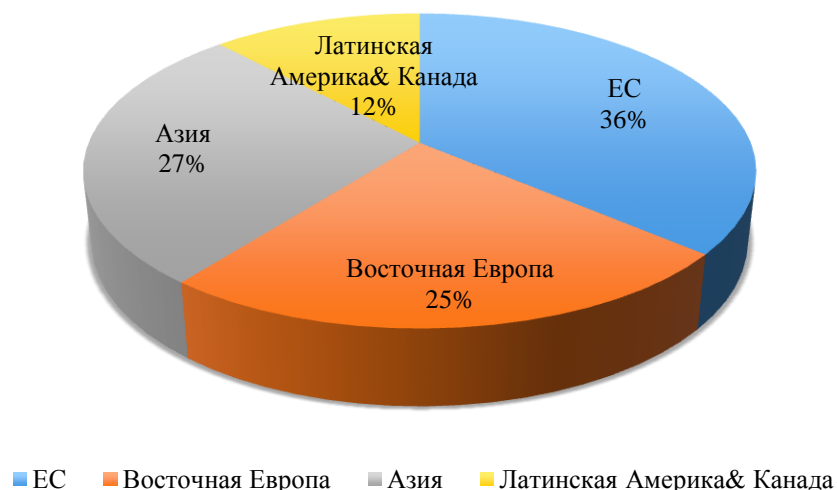
Следует также отметить, что объем рынка России для компании достаточно велик и составляет по разным направлениям от 15 до 20 %, а в регионе восточной Европы, компания сбывает в среднем около 25% продукции [19].

ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» (PMI) начала свою работу в России ещё в советские времена, после того как в середине 1970-х годов было подписано соглашение о производстве в СССР сигарет Marlboro и новой марки «Союз Аполлон» для внутреннего рынка. С 1977 по 1986 год сигареты Marlboro производились по лицензии пятью советскими табачными фабриками Москвы, Ленинграда, Кишинёва, Баку и Сухуми.

В 1992 году PMI Investment Corporation и Комитет по управлению госимуществом Ленинградской области учредили СП Philip Morris Neva, 90% в уставном капитале которого досталось иностранной компании. СП арендовала производственные мощности завода «Волна», на базе которого в сентябре 1994 года было начато производство сигарет. Первым собственным производственным предприятием в России ФМИ обзавелась в 1993 году, приватизировав 49% акций табачной фабрики «Краснодартабакпром». В том же году компания переименовала фабрику «Краснодартабакпром» в «Филипп Моррис Кубань». В феврале 2000 года в Ленинградской области заработала новая табачная фабрика, названная «Филип Моррис Ижора», в связи с чем необходимость в существовании предприятия «Филип Моррис Нева» отпала и в 2002 году эта фабрика была закрыта.

Последние несколько лет компания делает ставку на абсолютно новый продукт, который предназначен для снижения негативного влияния на организм курильщика, однако призван не лишать людей привычного для них вкуса и ощущения, далее ППР (Продукты с пониженным риском). Стоит отметить, что данное направление показывает стремительный рост на всех рынках, где начинаются продажи.

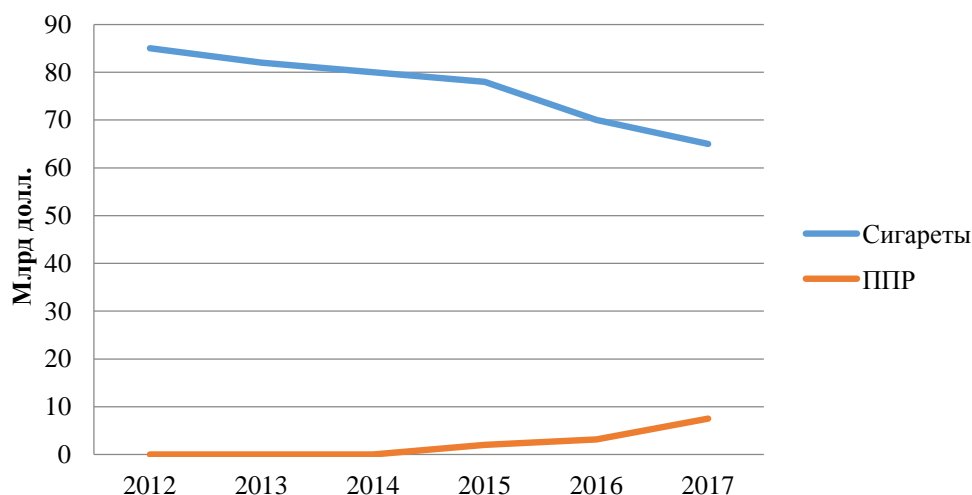
Начиная с 2014 года из-за валютных колебаний рубля компания испытывает небольшие сложности, а именно, на фоне роста общих продаж по всему миру, продажи в регионе восточной Европы снижаются третий год подряд как в количестве проданных единиц, так и в денежном исчислении, в среднем на 1-2% в год. Это происходит даже на фоне общего роста цен на сигареты в мире в среднем на 10-15% в год.



Источник: [19]

Рисунок 1 – Соотношение продаж ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» по регионам в 2017 г.

Продажи сигарет компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» в Японии упали на четверть за 2016 год, так как курильщики переключились на так называемые продукты с пониженным риском (ППР). Стоит отметить, компания является самой инновационной из всех табачных производителей в мире, как в части производства традиционных сигарет, так и в части примеров перехода на потенциально более безопасные, электронные табачные изделия. Во втором квартале 2016 года продажи традиционных сигарет упали более чем на 7 процентов после 11,5-процентного снижения в первом квартале, в то время как продажи по направлению альтернативных ППР выросли до 6,4 млрд с 1,2 млрд в том же квартале прошлого года. В течение второго квартала 2016 года, почти 9% доходов ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» приходилось на «продукты с пониженным риском (ППР)» по сравнению с 1,8% в прошлом году, причем значительная часть этого сдвига произошла в Японии.



Источник: [19]

Рисунок 2 – Динамика выручки компании по сегментам товаров  
 ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»

На рисунке 2 четко прослеживается тенденция последних лет по сегментам продаж компании. С массовым выходом на рынок альтернативного продукта, потребитель отдает предпочтение более современному и потенциально менее вредному продукту. Также на рисунке видно, что выручка от продажи сигарет стабильно снижается от года к году последние несколько лет примерно на 5-7%, в то время как продажи нового продукта увеличиваются с каждым годом все стремительнее.

Капитальные вложения компании в большей части, связанные проектом «продуктов с пониженным риском» составили 1,2 млрд долл., 1,0 млрд долл., 1,2 млрд долл. в 2016, 2015, 2014 годах соответственно. Кроме того, ожидалось повышение данного показателя в 2017 году до уровня 1,5 млрд долл.

Также стоит отметить, что выходом на рынок ППН, продажи сигарет стали снижаться еще быстрее, что говорит нам о том, что потребитель в большинстве своем, начиная использовать новый продукт, не возвращается к употреблению сигарет. Данный показатель и преследовался компанией, как показатель, играющий ключевую роль в массовом распространении новой линейки продуктов.



Важную роль в обеспечении повышения эффективности производства играет анализ основных финансовых показателей деятельности предприятия, являющийся составной частью финансового менеджмента. Анализ является базой планирования, средством оценки качества планирования и выполнения плана.

Метод анализа представляет системное, комплексное изучение, измерение и обобщение влияния факторов на результаты деятельности предприятия путем обработки специальными приемами системы показателей плана, учета, отчетности и других источников информации с целью повышения эффективности функционирования организации.

Одними из важнейших финансовых показателей являются показатели рентабельности. Предприятие считается рентабельным, если доходы от реализации продукции (работ, услуг) покрывают издержки производства (обращения) и, кроме того, образуют сумму прибыли, достаточную для нормального функционирования предприятия. Универсальной формой для вычисления показателя рентабельности является отношение финансового результата к показателю его образующего.

Показатели рентабельности ПАО «Филип Моррис Интернэшнл», рассчитанные на основе методики С.В. Галицкой [11].

ROA (return on assets) – рентабельность активов показывает, какую прибыль получает предприятие с каждого рубля, вложенного в активы и определяется отношением чистой прибыли за год к среднегодовой стоимости активов. Коэффициент рентабельности активов характеризует способность руководства компании эффективно использовать ее активы для получения прибыли. Результаты представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Расчет значений рентабельности активов для компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»

| Период      | 2015 г. | 2016 г. | 2017 г. |
|-------------|---------|---------|---------|
| Значение, % | 2,2     | 1,7     | 2,2     |

Источник: рассчитано автором на основе отчетности [19]

ROCE (return on capital employed) – рентабельность отдачи использованного капитала – показатель отдачи от вовлеченного в коммерческую деятельность собственного капитала организации и долгосрочно привлеченных средств (долгосрочных кредитов, займов). Описывается отношением операционной прибыли к сумме собственного капитала и долгосрочных обязательств. Результаты представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Расчет значений рентабельности использованного капитала для компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»

| Период      | 2015 г. | 2016 г. | 2017 г. |
|-------------|---------|---------|---------|
| Значение, % | 3,1     | 3,1     | 3,7     |

Источник: рассчитано автором на основе официальной отчетности [19]

ROS (return on sales) – рентабельность продаж коэффициент рентабельности продаж отражает доход компании на каждый заработанный рубль и может быть полезен как для правильной интерпретации данных об обороте, так и для экономических прогнозов в условиях ограниченного объема рынка, сдерживающего рост продаж. Рассчитывается как отношение чистой прибыли компании к ее выручке. Результаты представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Расчет значений рентабельности продаж для компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»

| Период      | 2015 г. | 2016 г. | 2017 г. |
|-------------|---------|---------|---------|
| Значение, % | 0,30    | 0,30    | 0,31    |

Источник: рассчитано автором на основе официальной отчетности [19]

RCA (return on current assets) – коэффициент рентабельности оборотных активов представляет отношение чистой прибыли к среднему значению оборотных активов за период. Рассчитывается как отношение чистой прибыли к оборотному капиталу. Результаты представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Расчет значений рентабельности оборотных активов для компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»

| Период      | 2015 г. | 2016 г. | 2017 г. |
|-------------|---------|---------|---------|
| Значение, % | 7,7     | 5,6     | 6,1     |

Источник: рассчитано автором на основе официальной отчетности [19]

Таким образом, можно судить, что при отсутствии значительной динамики в рентабельности продаж, основным драйвером увеличения чистой прибыли предприятия стало увеличение рентабельности оборотных активов на 9% с 5,6 до 6,1. Также важным фактором является увеличение оборачиваемости оборотных активов на 11%, что говорит о повышении интенсивности и рациональности использования оборотных средств. Еще одним положительным фактором является рентабельность используемого капитала, её увеличение на 19% дало возможность показать лучший финансовый результат, чем в предыдущем году.

Финансовая политика крупного предприятия является сложным явлением, ее содержание многоаспектно, что обуславливает множество анализируемых элементов и, следовательно, подходов к исследованию. Автором данной методики предлагается проводить анализ лишь ключевых элементов и показателей инвестиционной политики, имеющих значимость для инвесторов и других заинтересованных участниках рынка.

Данные показатели могут варьироваться, в зависимости от размера компании, сферы ее деятельности, структуры капитала, а также целью самого анализа предприятия.

## **2.2 Анализ дивидендной политики компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» и ее влияния на рыночную капитализацию компании с помощью событийного анализа**

В данной части работы будет рассмотрена взаимосвязь между дивидендными объявлениями и рыночной стоимостью компании методом событийного анализа. Следовательно, для нас событием будет являться

объявление дивидендных выплатах. Так же, для чистоты исследования примем во внимание тот факт, что выкуп акций у акционеров учитываться не будет, так как реакция рынка на данные выкупы со стороны рынка во многом непредсказуемая, и кроме того трактуется учеными неоднозначно.

Кроме того, в данной работе выдвигается стандартная гипотеза о том, что повышение дивидендов – это «хорошее» событие, оно должно положительно влиять на стоимость компании, а уменьшение дивидендов – «плохое» событие, которое, в свою очередь, должно негативно восприниматься рынком.

Стоит отметить, что компания стала публичной в 2008 году, и с этого момента, ни разу не было «плохой» новости о снижении уровня дивидендных выплат. Поэтому, исследование будет больше направленно на проверку гипотезы положительной реакции рынка на повышение дивидендов, а также проведем выборку реакций на объявления, в которых уровень дивидендов не менялся. Исходя из теории, данные объявления должны восприниматься рынком менее позитивно, чем объявления о повышении дивидендных выплат.

В этом ключе, данное исследование становится более интересным, поскольку большая часть работ на тему анализа влияния дивидендных выплат, использующая метод событийного анализа, рассматривают только повышение или понижение уровня дивидендных выплат.

В исследовании была взята выборка из 39 событий, 11 из которых были связаны с объявлением о повышении дивидендов, а 28 с решениями о сохранении предыдущего уровня дивидендных выплат.

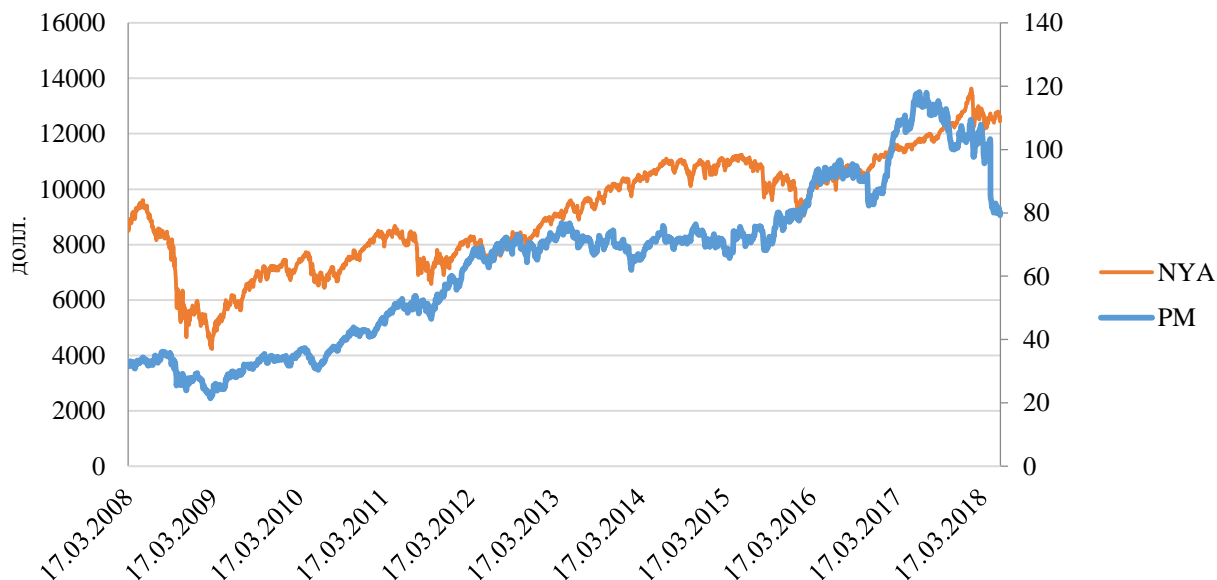
Таблица 6 – Соотношение исследуемых событий

| События           | Количество дивидендных объявлений |
|-------------------|-----------------------------------|
| Положительные, шт | 11                                |
| Нейтральные, шт   | 28                                |

Источник: рассчитано автором на основе [19]

Для начала необходимо посчитать коэффициенты альфа и бета для исследуемой компании. Для этого используются данные о доходностях акций

компании с момента ее IPO в 2008 году на NYSE (тикер компании – PM), а также динамику индекса Нью Йоркской Фондовой биржи (NYA Composite Index) за аналогичный период.



Источник: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Рисунок 3 – Динамика цен акций ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» и индекса NYA Composite

На рисунке 3 отчетливо просматривается корреляция между двумя показателями, что в свою очередь говорит о зависимости компании от ситуации на рынке и, следовательно, высокому значению коэффициента бета.

Для нахождения коэффициента бета, необходимо оценить зависимость между уровнем рыночной премии за риск на Нью Йоркской фондовой бирже (за уровень рыночной доходности была принята доходность индекса Нью Йоркской фондовой биржи, NYA) и избыточной доходностью или премией за риск исследуемой компании на основе исторических данных.

Поскольку дальнейшие расчеты будут основаны на использовании модели CAPM, проверка значения коэффициента бета является критически важной. Для этого воспользуемся методом, основанным на анализе исторических доходностей методом линейной регрессии, который позволяет наиболее точно определить коэффициент бета исследуемой компании. В

исследовании коэффициент бета будет посчитан на основе рыночных данных за последние 10 лет, с момента становления компании публичной. Уравнение линейной регрессии будет определено по формуле (9):

$$R_i - r_f = \alpha + \beta^*(R_m - r_f) + \varepsilon_i, \quad (9)$$

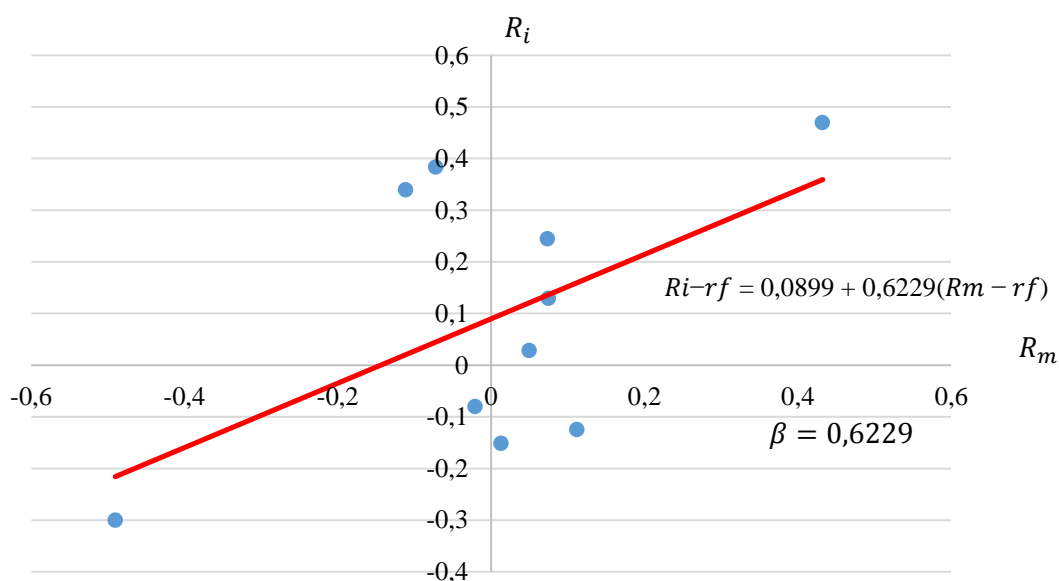
где  $r_f$  – ставка безрисковой доходности (в нашем случае доходность казначейских облигаций США);

$R_i - r_f$  – избыточная доходность компании;

$R_m - r_f$  – избыточная доходность рынка (рыночная премия за риск);

$\varepsilon_i$  – стандартные ошибки (отклонения) модели.

Следующим этапом является построение графика корреляции дневных доходностей акций компании с дневной рыночной доходностью, для нахождения коэффициентов бета и альфа.



Источник: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

Рисунок 4 – Оценка зависимости доходности компании от среднерыночной доходности

Стоит отметить, что выборка по данному графику составила порядка двух тысяч дней, однако данные для наглядности в аппроксимированном виде, где

точками являются ежегодные значения доходностей, значения которых в данном случае дают одинаковый результат по сравнению с ежедневными данными.

На рисунке 4 также проведена прямая, наилучшим образом аппроксимирующая данные точки корреляции. По оси абсцисс была взята избыточная доходности рынка или рыночная премия по отношению к безрисковой ставке за определенный год, по оси ординат – избыточная доходность акций компании по отношению к безрисковой ставке за этот же год.

В качестве безрисковой, была рассмотрена доходность тридцатилетних американских казначейских облигаций (United States 30-year Treasury Bond Yield), с уровнем доходности 2,9% за 2017 год [39].

Коэффициент бета, демонстрирующий чувствительность компании к рыночному риску, равен углу наклона прямой на графике и в нашем случае равен 0,6229, что говорит о достаточной корреляции между двумя исследуемыми показателями. Коэффициент альфа, демонстрирующий взаимосвязь между доходностью определенного актива и доходностью близкого к нему рыночного индекса, в нашем случае равен 0,09.

Посчитанные выше коэффициенты относятся только к акционерному капиталу компании, а точнее к его рыночной стоимости, поэтому необходимо для дальнейших расчетов посчитать бету долга компании, а затем найти взвешенную сумму, которая и будет коэффициентом бета для всей компании.

Для нахождения бета долга компании нам необходимо посчитать исторические значения текущей доходности ее облигаций, по формуле (10):

$$CY = \frac{N * k}{P_k} = \frac{g}{P_k} * 100\% , \quad (10)$$

где  $CY$  – текущая доходность;

$k$  – годовая ставка купона;

$N$  – номинал облигации;

$P_k$  – рыночная цена в момент приобретения.

В таблице 7 приведены расчеты текущей доходности по всем облигациям компании. Рассчитана взвешенная ставка купона, что демонстрирует полную картину о стоимости привлечения для компании капитала на рынке.

Таблица 7 – Расчет текущей купонной доходности для каждой облигации компании

| Ставка купона,<br>% | Доля в общем долге,<br>% | Взвешенная ставка<br>купона, в долях | Текущая доходность,<br>% |
|---------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------|
| 1,875               | 2,504                    | 0,000469533                          | 2,329                    |
| 1,625               | 2,337                    | 0,000379800                          | 2,174                    |
| 1,375               | 1,669                    | 0,000229549                          | 1,553                    |
| 0,875               | 0,668                    | 0,000058431                          | 0,621                    |
| 2,125               | 2,504                    | 0,000532137                          | 2,329                    |
| 1,875               | 2,504                    | 0,000469533                          | 2,329                    |
| 0,750               | 0,918                    | 0,000068865                          | 0,854                    |
| 2,000               | 3,339                    | 0,000667780                          | 3,105                    |
| 0,000               | 1,002                    | 0,000000000                          | 0,932                    |
| 1,750               | 4,174                    | 0,000730384                          | 3,881                    |
| 4,500               | 3,339                    | 0,001502504                          | 3,105                    |
| 1,000               | 1,085                    | 0,000108514                          | 1,009                    |
| 1,875               | 2,504                    | 0,000469533                          | 2,329                    |
| 1,875               | 2,504                    | 0,000469533                          | 2,329                    |
| 4,125               | 1,169                    | 0,000482053                          | 1,087                    |
| 2,900               | 2,504                    | 0,000726210                          | 2,329                    |
| 2,000               | 1,002                    | 0,000200334                          | 0,932                    |
| 2,625               | 1,669                    | 0,000438230                          | 1,553                    |
| 2,375               | 2,504                    | 0,000594741                          | 2,329                    |
| 2,500               | 2,504                    | 0,000626043                          | 2,329                    |
| 2,500               | 2,504                    | 0,000626043                          | 2,329                    |
| 2,625               | 2,003                    | 0,000525876                          | 1,863                    |
| 2,125               | 1,669                    | 0,000354758                          | 1,553                    |
| 3,600               | 1,669                    | 0,000601002                          | 1,553                    |
| 1,625               | 0,835                    | 0,000135643                          | 0,776                    |
| 2,875               | 2,003                    | 0,000575960                          | 1,863                    |
| 0,625               | 1,669                    | 0,000104341                          | 1,553                    |
| 3,250               | 2,504                    | 0,000813856                          | 2,329                    |
| 2,750               | 2,504                    | 0,000688648                          | 2,329                    |
| 3,375               | 2,504                    | 0,000845159                          | 2,329                    |
| 2,750               | 2,504                    | 0,000688648                          | 2,329                    |
| 2,875               | 3,339                    | 0,000959933                          | 3,105                    |
| 3,125               | 1,669                    | 0,000521703                          | 1,553                    |
| 3,125               | 1,669                    | 0,000521703                          | 1,553                    |
| 2,875               | 1,669                    | 0,000479967                          | 1,553                    |

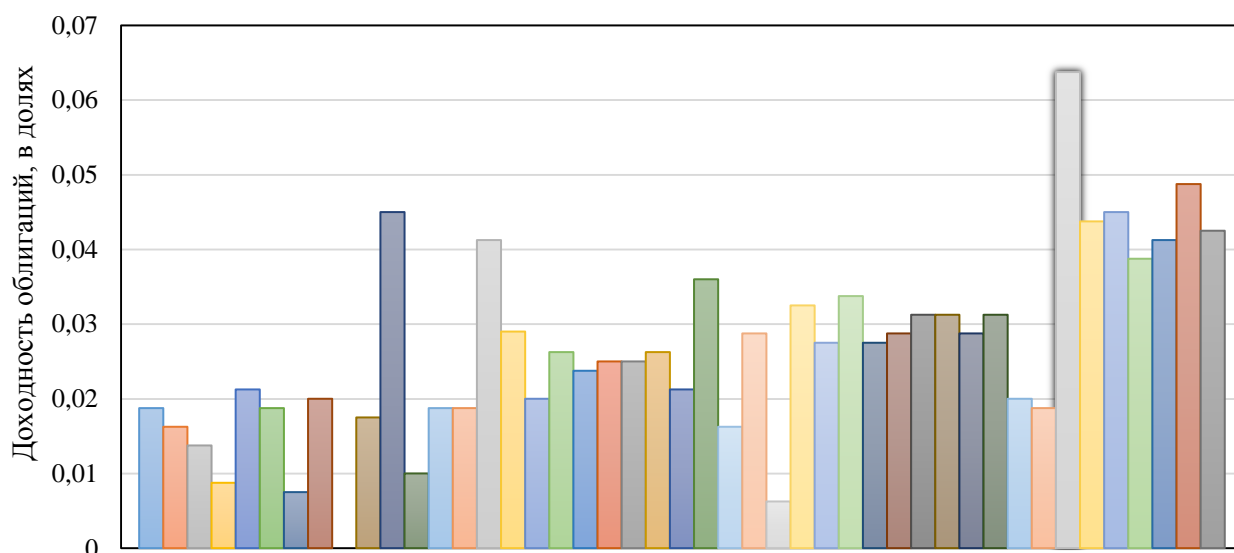


Окончание таблицы 7

| Ставка купона,<br>%     | Доля в общем долге,<br>% | Взвешенная ставка<br>купона, в долях | Текущая доходность,<br>% |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------------------|--------------------------|
| 3,125                   | 1,669                    | 0,000521703                          | 1,553                    |
| 2,000                   | 1,669                    | 0,000333890                          | 1,553                    |
| 1,875                   | 1,669                    | 0,000313022                          | 1,553                    |
| 6,375                   | 5,008                    | 0,003192821                          | 4,658                    |
| 4,375                   | 2,504                    | 0,001095576                          | 2,329                    |
| 4,500                   | 2,337                    | 0,001051753                          | 2,174                    |
| 3,875                   | 2,504                    | 0,000970367                          | 2,329                    |
| 4,125                   | 2,838                    | 0,001170701                          | 2,639                    |
| 4,875                   | 2,504                    | 0,001220785                          | 2,329                    |
| 4,250                   | 4,174                    | 0,001773790                          | 3,881                    |
| Итого взвешенная сумма: |                          | 2,644%                               | 2,79%                    |

Источник: рассчитано автором на основе [19]

Из таблицы 7 можно сделать два основных вывода, во-первых, ставка купона и, следовательно, стоимость заемного капитала для компании очень мала, взвешенная сумма купонных ставок – 2,64%. Это подтверждается высокими оценками долга компании ведущими рейтинговыми агентствами. На рисунке 5 более наглядно представлены результаты таблицы 5, уровни текущего купонного дохода.



Источник: рассчитано автором на основе [19]

Рисунок 5 – Уровень текущих доходностей по каждой облигации ПАО «Филип Моррис Интернэшнл»

Кроме того, взвешенная сумма данных доходностей очень близка к значению «безрисковой» на данном рынке, за значение которой принимают доходность тридцатилетних казначейских облигаций (United States 30-year Treasury Bond Yield), с уровнем доходности 2,9% за 2017 год [39].

Из двух вышеуказанных доказательств, следует вывод о том, что значение бета для облигаций компании стремится к нулю, и в данных расчетах значение ноль будет удовлетворять «нормальному» уровню погрешности.

В качестве уравнения описывающего уровень нормальной доходности в данном исследовании взята рыночная модель CAPM, детальное описание которой было дано в пункте 1.3 данной работы.

При значении безрисковой доходности 2,9% или 0,029 и коэффициенте бета, равном 0,6229 уравнение (4) будет иметь следующий вид, представленный в уравнении (10):

$$E(R_i) = 0,029 + 0,6229 * (R_m - 0,029) \quad (10)$$

Следующим этапом исследования является расчет избыточных доходностей, полученных путем разности фактической дневной доходности и ожидаемой нормальной дневной доходности, полученной при помощи модели CAPM. Далее, идет суммирование избыточных доходностей внутри событийного окна, что дает нам значение кумулятивной избыточной доходности для каждого исследуемого события, в нашем случае событиями являются объявления о дивидендных выплатах.

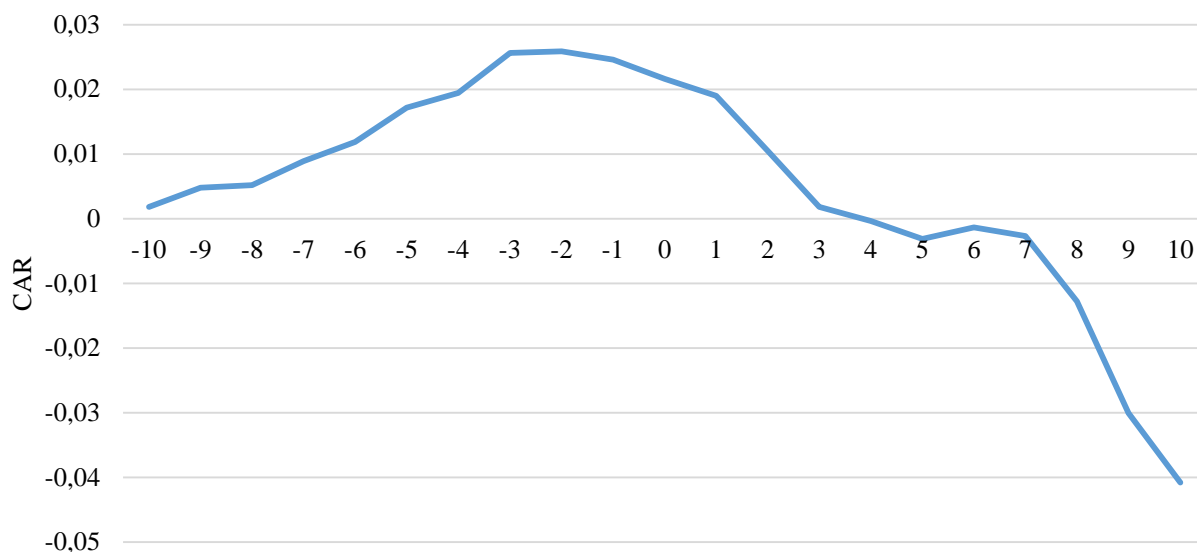
Пример расчета требуемой доходности, для акций ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» по рыночной модели, а также оценки избыточной доходности и кумулятивной избыточной доходности для одного событийного окна на объявление о повышении дивидендов 10 сентября 2014 года представлен ниже в таблице 8.

Таблица 8 – Расчет CAR для объявления о повышении дивидендных выплат

| День события | Дата     | Ri        | Rm        | R         | AR        | CAR       |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| -10          | 26.08.14 | 0,008231  | 0,001810  | 0,001818  | -0,006905 | 0,001818  |
| -9           | 27.08.14 | -0,000115 | 0,001130  | 0,001135  | -0,005579 | 0,002953  |
| -8           | 28.08.14 | 0,000112  | -0,002553 | -0,002553 | 0,007434  | 0,000399  |
| -7           | 29.08.14 | 0,003753  | 0,003323  | 0,0033234 | -0,020174 | 0,003723  |
| -6           | 02.09.14 | -0,001014 | -0,000739 | -0,000739 | -0,001851 | 0,002983  |
| -5           | 03.09.14 | -0,001041 | 0,002303  | 0,0023038 | -0,001652 | 0,005287  |
| -4           | 04.09.14 | -0,004841 | -0,002996 | -0,002996 | 0,001467  | 0,002291  |
| -3           | 05.09.14 | 0,005415  | 0,003899  | 0,0038992 | -0,004265 | 0,006190  |
| -2           | 08.09.14 | -0,016932 | -0,005962 | -0,005962 | 0,029483  | 0,000228  |
| -1           | 09.09.14 | -0,002012 | -0,005612 | -0,005611 | 0,000463  | -0,005384 |
| 0            | 10.09.14 | 0,004295  | 0,002430  | 0,002430  | 0,004919  | -0,002954 |
| 1            | 11.09.14 | 0,003683  | 0,000344  | 0,000342  | 0,003894  | -0,002609 |
| 2            | 12.09.14 | -0,005652 | -0,005885 | -0,005885 | 0,004861  | -0,008495 |
| 3            | 15.09.14 | 0,002141  | -0,000190 | -0,000190 | 0,000706  | -0,008685 |
| 4            | 16.09.14 | 0,007362  | 0,006492  | 0,006492  | -0,003733 | -0,002191 |
| 5            | 17.09.14 | 0,000944  | -0,000582 | -0,000582 | -0,004096 | -0,002775 |
| 6            | 18.09.14 | -0,002121 | 0,004585  | 0,004585  | -0,004000 | 0,001809  |
| 7            | 19.09.14 | 0,009795  | -0,003128 | -0,003128 | 0,005251  | -0,001319 |
| 8            | 22.09.14 | 0,005841  | -0,00882  | -0,00882  | 0,004297  | -0,010139 |
| 9            | 23.09.14 | -0,016363 | -0,007089 | -0,007089 | 0,005900  | -0,017228 |
| 10           | 24.09.14 | 0,009440  | 0,006488  | 0,006488  | -0,013985 | -0,010736 |

Источник: рассчитано автором на основе [19]

На рисунке 6, четко отображено, что рынок явно негативно отреагировал на объявление о повышении дивидендных выплат, что может быть связано с уменьшением среднего прироста величины дивидендных выплат.



Источник: рассчитано автором на основе официальных данных [19]

Рисунок 6 – Значения кумулятивной избыточной доходности для объявления о повышении дивидендов компании 10 сентября 2014 года

Стоит также отметить, что в исследуемой компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» существует примерно стабильный уровень ежегодного увеличения дивидендных выплат и равен в абсолютном выражении 0,07-0,09 долл., а в процентном выражении порядка 10%-15%, в то время, как 10 сентября 2014 года объявленное повышение дивидендных выплат составило лишь 0,06 долл. на акцию, или 6%. С этой точки зрения данное событие может трактоваться как нейтральное или даже негативное.

Однако вероятно существует и другое объяснение подобной реакции рынка: Теплова Т. В. в своей работе объясняет подобный феномен несогласием ряда акционеров и инвесторов с выбранной финансовой политикой и считают, что у компании существуют более эффективные инвестиционные проекты, которые в будущем способны увеличить стоимость компании.

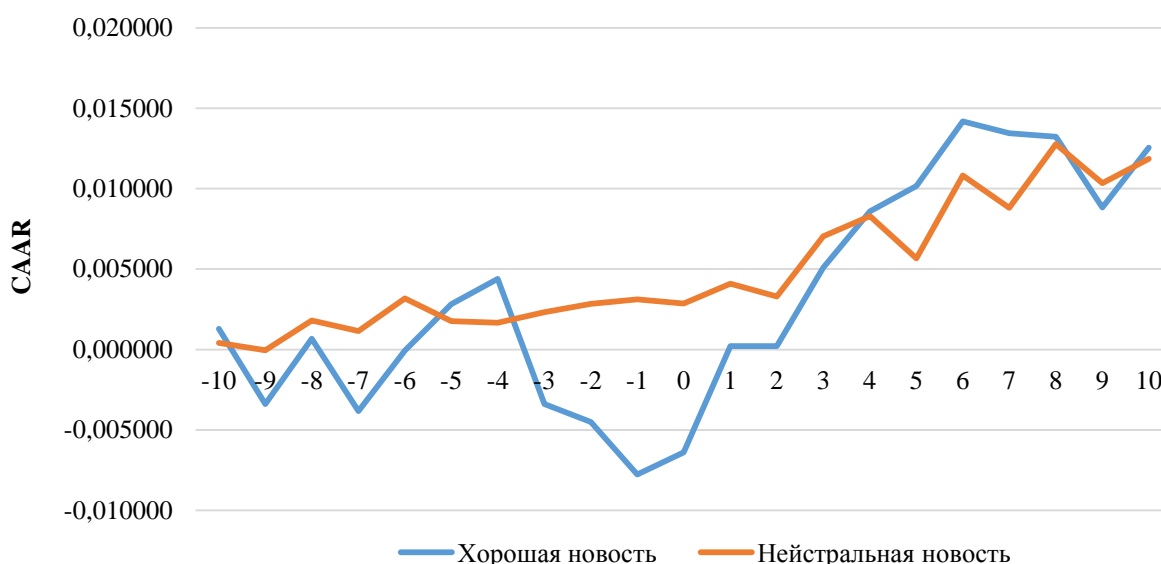
Дальнейшие расчеты будут связаны с усреднением большого количества данных с нескольких десятков событийных окон. В таблице 9 представлены значения усредненной кумулятивной избыточной доходности по всем датам выборки.

Таблица 9 – Значения усредненной кумулятивной избыточной доходности по всем датам выборки

| Дни<br>событийного<br>окна | Кумулятивная избыточность доходности |                          |
|----------------------------|--------------------------------------|--------------------------|
|                            | при хороших новостях                 | при нейтральных новостях |
| -10                        | 0,001275                             | 0,000415                 |
| -9                         | -0,003399                            | -0,000055                |
| -8                         | 0,000668                             | 0,001795                 |
| -7                         | -0,003828                            | 0,001144                 |
| -6                         | -0,000074                            | 0,003181                 |
| -5                         | 0,002811                             | 0,001762                 |
| -4                         | 0,004381                             | 0,001657                 |
| -3                         | -0,003394                            | 0,002319                 |
| -2                         | -0,004503                            | 0,002845                 |
| -1                         | -0,007772                            | 0,003122                 |
| 0                          | -0,006400                            | 0,002859                 |
| 1                          | 0,000203                             | 0,004087                 |
| 2                          | 0,000212                             | 0,003302                 |
| 3                          | 0,005088                             | 0,007030                 |
| 4                          | 0,008595                             | 0,008301                 |
| 5                          | 0,010155                             | 0,005664                 |
| 6                          | 0,014184                             | 0,010825                 |
| 7                          | 0,013453                             | 0,008802                 |
| 8                          | 0,013227                             | 0,012762                 |
| 9                          | 0,008833                             | 0,010340                 |
| 10                         | 0,012556                             | 0,011865                 |

Источник: рассчитано автором на основе официальных данных [19]

Данные результаты весьма наглядно демонстрируют более ярко выраженную положительную реакцию рынка на хорошую новость, то есть на повышение уровня дивидендов. В среднем, повышение доходностей, а, следовательно, и стоимости компании начинается за один день до дивидендных объявлений, что наталкивает на мысль о присутствии на рынке некой инсайдерской информации, хотя, в общем резкий рост доходностей начинается именно в день объявлений.



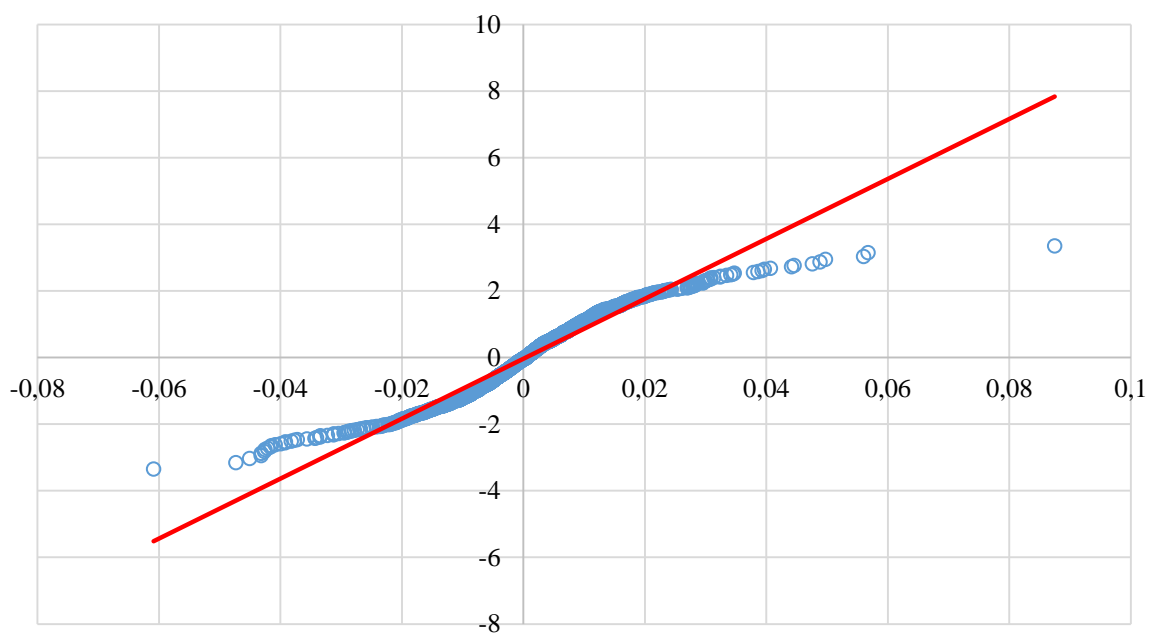
Источник: рассчитано автором на основе официальных данных [19]

Рисунок 7 – Значения усредненной кумулятивной избыточной доходности по всем датам выборки

Данные результаты также позволяют сделать вывод о том, что сохранение уровня дивидендных выплат также воспринимается рынком позитивно, а учитывая, что исследуемая компания входит в список наиболее востребованных акций Нью-Йоркской фондовой биржи (голубых фишек), следовательно, результаты должны частично или полностью коррелировать с реакциями на дивидендные объявления крупнейших компаний этой биржи, с похожей дивидендной политикой.

Следующим этапом работы является проверка на устойчивость результата, а также проверка на гипотезу о нормальности распределения выборки и допустимости применения метода событийного анализа для данного исследования.

На рисунке 8 представлена проверка на гипотезу о нормальности и допустимости применения метода событийного анализа.



Источник: рассчитано автором на основе официальных данных [19]

Рисунок 8 – Вероятность распределения СААР

В целом, исходя из данных описательной статистики, полученной в ходе исследования, используемые данные по выборке 39 событий можно считать нормальными. Более подробные данные продемонстрированы в таблице 10.

Таблица 10 – Результаты статистического анализа о нормальности и допустимости использования данных

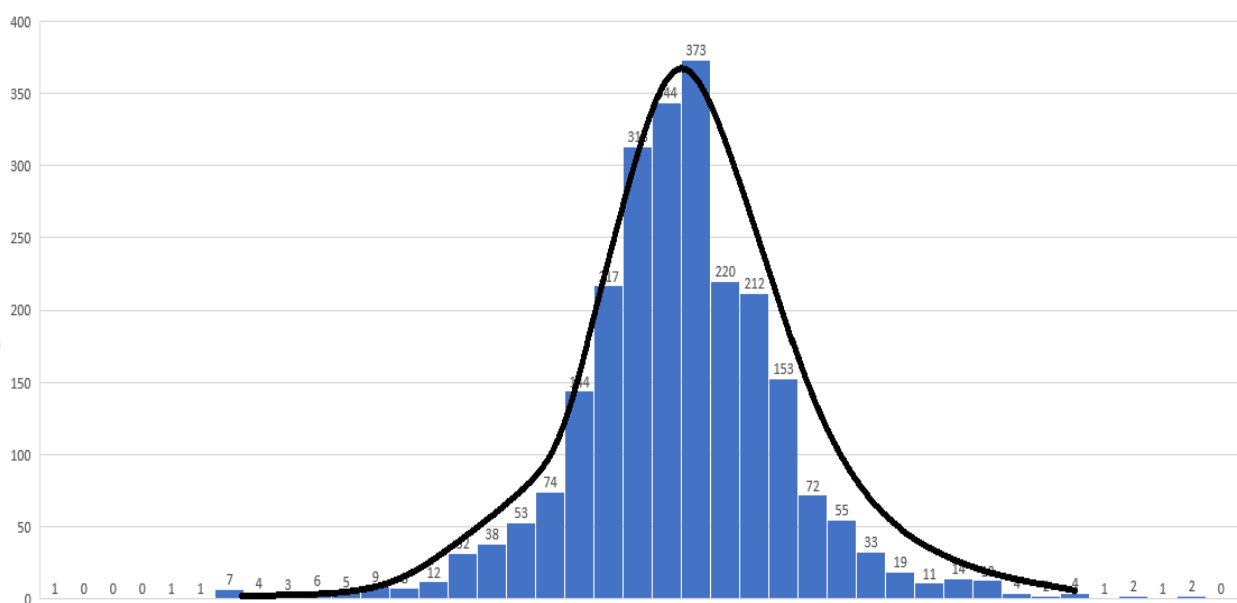
| Показатель                  | Результаты статистического анализа |
|-----------------------------|------------------------------------|
| Среднее, в долях            | 0,000243909                        |
| Стандартная ошибка, ед.     | 0,000263512                        |
| Медиана, в долях            | 0,000598886                        |
| Мода                        | отсутствует                        |
| Стандартное отклонение, ед. | 0,013356202                        |
| Дисперсия выборки, ед.      | 0,000178388                        |
| Экссесс, ед.                | 0,112587328                        |
| Асимметричность, ед.        | 0,180121805                        |
| Интервал, ед.               | 0,219422334                        |
| Минимум, в долях            | -0,097259921                       |
| Максимум, в долях           | 0,122162379                        |
| Сумма, в долях              | 0,626602926                        |
| Счет, ед.                   | 2569                               |
| Уровень надежности (95,0%)  | 0,000516718                        |

Источник: рассчитано автором на основе официальных данных [19]

Данный анализ позволяет сделать несколько выводов:

– фактические значения эксцесса и асимметрии не превышают критического уровня, а значит данные значения могут рассматриваться как нормально распределенные;

– уровень значимости модели равен 0,05, а значение относительного отклонения модели равняется 0,11, что не превышает нормального значения, а, следовательно, данные вполне могут быть нормально распределены.



Источник: рассчитано автором на основе официальных данных [19]

Рисунок 9 – Проверка на гипотезу о нормальности распределения выборки на отрезке 2008-2018 гг. и допустимости применения метода событийного анализа в анализе реакции рынка на объявления о дивидендах

На рисунке 9 построена диаграмма нормальности распределения, которая демонстрирует нормальные уровни дневной доходности, основываясь на 2569 днях выборки. Данная диаграмма наглядно продемонстрирует нормальный уровень доходности, и даст исчерпывающий ответ на вопрос об обоснованности использования метода событийного анализа в данной работе.

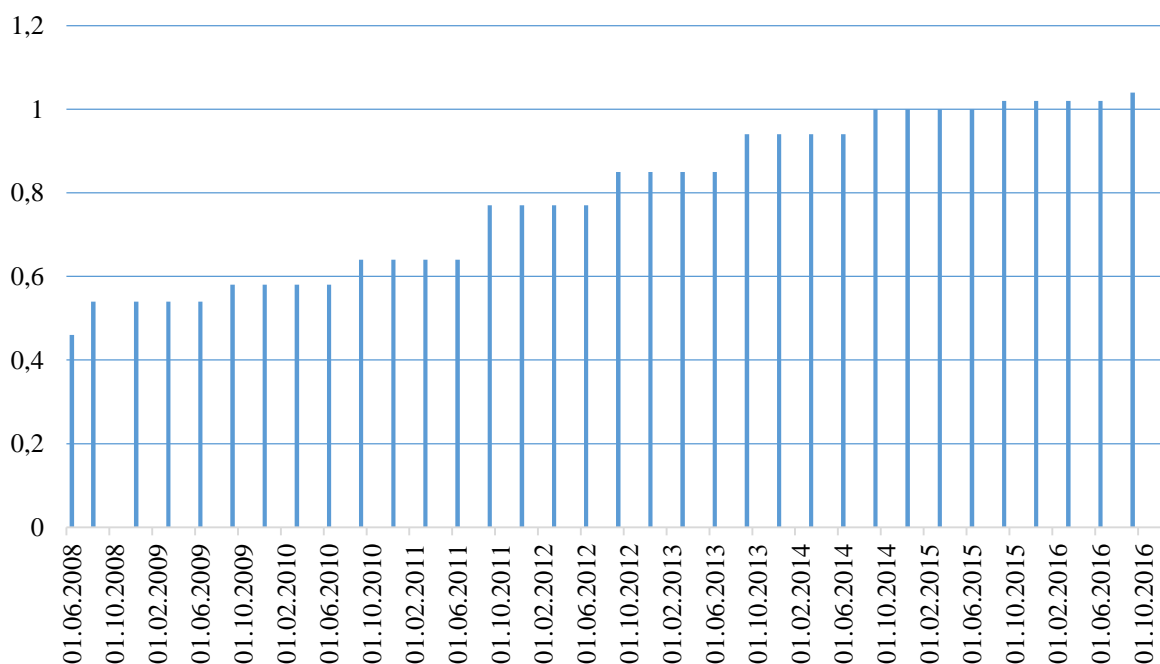
На рисунке 9 линия, называемая кривой Гаусса аппроксимирует значения дневных доходностей акций компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл», а значения диаграммы демонстрируют средние кумулятивные избыточные



доходности в дни дивидендных объявлений. Как мы видим значения, используемые в работе, почти полностью находятся в зоне допустимого уровня отклонений модели, а, следовательно, удовлетворяют условиям нормальности распределений.

### **2.3 Преимущества и недостатки в реализации дивидендной политики ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» и возможные пути ее совершенствования с точки зрения максимизации рыночной капитализации компании**

В рассматриваемой компании дивидендной политике явно уделено не мало внимания и значимости, руководство компании повышает дивиденды из года в год на протяжении последних десяти лет, что безусловно увеличивает уровень доверия к ней, как со стороны акционеров и инвесторов, так и со стороны партнеров и контрагентов. И этот фактор безусловно является сильной стороной выбранной стратегии дивидендной политики, и кроме того создает для компании достаточно много преимуществ.



Источник: [19]

Рисунок 10 – Исторические данные по размеру дивиденда на акцию

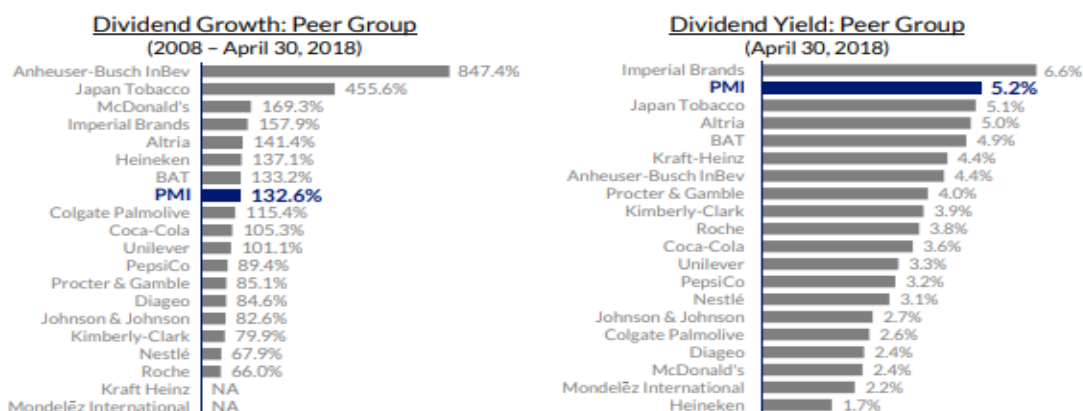
Из рисунка 10 видно постоянное стабильное увеличение дивиденда на акцию. Дивиденд стабильно увеличивается один раз в год, примерно на 10-15%.

Однако существуют и объективные недостатки подобного подхода. Во-первых, в такой модели страх потери репутации очень велик, поэтому компания должна сделать все, чтобы показатель дивиденда на акцию, или даже среднего темпа роста дивиденда не уменьшался, а это при постоянно растущем курсе становится все труднее и труднее.

Подобный сценарий изображен на рисунке 4, несмотря на повышение уровня дивиденда, инвесторы и акционеры ожидали темп его роста на уровне среднего (10-15%), а когда компания озвучила цифру в 6%, рынок отреагировал резко отрицательной доходностью, или другими словами компания значительно потеряла в своей рыночной стоимости.

Возможно, разумным решением было бы отказаться от фиксированного повышения дивиденда один раз в год, а вместо этого перейти к непостоянному темпу роста дивиденда. Это позволило бы снизить завышенные ожидания инвесторов и акционеров, и в то же время уменьшить финансовое обременение с компании. В таком случае, никто не знает, когда ждать повышения, и рынок реагирует более естественно и адекватно.

## Rewarding Our Shareholders: Attractive Dividend



Note: PMI reflects absolute growth in annualized announced dividends from time of first PMI dividend of \$0.46 in June 2008 through April 30, 2018. Companies in the Peer Group reflect absolute growth from FY 2008 dividends or Q2, 2008 annualized dividend through current last twelve months dividends or current last quarter annualized dividend as appropriate. Dividend yield represents the annualized dividend on April 30, 2018, over the closing share price on that date. The current annualized dividend rate for PMI is \$4.28. The closing share price for PMI was \$82.00 on April 30, 2018. NA stands for not available

Источник: [19]

Рисунок 11 – Прирост размера дивиденда с 2008 по 2018 гг.

Анализ влияния дивидендной политики на рыночную капитализацию компании показал, что акционеры значительно благоприятней воспринимают повышение уровня дивидендных выплат, чем нейтральные новости о сохранении существующего уровня дивидендов. Результаты проведенного исследования также показали, что выбранная компанией стабильно повышающийся уровень дивидендов весьма положительно воспринимается акционерами ПАО «Филип Моррис Интернэшнл», что напрямую влияет на дневную доходность акций, а также на рыночную стоимость компании, кроме того выбранная компанией дивидендная политика имеет несколько слабых сторон, и ставит компанию в весьма зависимое, и местами невыгодное положение. В то время как прямые конкуренты компании избрав путь менее стабильного роста дивиденда чувствуют себя менее зависимо от ожиданий рынка, что положительно сказывается на их рыночной капитализации.

## Заключение

Изучив общую организационную характеристику ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» и анализ его дивидендной политики и финансового состояния, можно сделать вывод, что компания находится в достаточно стабильном положении, что создает достаточно высокий уровень доверия со стороны рынка. Предприятие динамично развивается, частично улучшая свои финансовые результаты, расширяя спектр оказываемых услуг и повышая уровень компетенций своих работников.

Обзор существующей литературы по дивидендной политике показал, что при базовых предположениях стандартной гипотезы о проявлении дивидендных выплат в качестве достоверных сигналов для изменения цены акций доказательства отсутствуют. Однако лишь в недавних эмпирических исследованиях указывалось, что дивиденды могут давать определенный сигнал что, частично подтверждается результатами, полученными в этой статье.

Для проверки гипотез, сформулированных на основе обзорной литературы, было проведено исследование на примере одной компании, ПАО «Филип Моррис Интернэшнл». Результаты анализировались методом событийного анализа для определения факторов, влияющих на рыночную реакцию. Также была проведена проверка на наличие посторонних факторов, а также на адекватность применения данной модели. Анализ показал, что модель данные распределены достаточно достоверно, что позволяет делать выводы, основанные на исследуемых данных.

Наряду с этим можно с уверенностью сказать, что действия компании в отношении увеличения уровня долгосрочного заемного капитала более чем оправданы, поскольку компания единственная из крупнейших табачных производителей делает прорыв в области создания альтернативных способов курения, и учитывая падение потребления традиционных сигарет по всему миру, это станет основным источником дохода уже в ближайшем будущем.

Анализ влияния дивидендной политики на рыночную капитализацию компании показал, что акционеры значительно благоприятней воспринимают повышение уровня дивидендных выплат, чем нейтральные новости о сохранении существующего уровня дивидендов. Результаты проведенного исследования также показали, что выбранная компанией стабильно повышающийся уровень дивидендов весьма положительно воспринимается акционерами ПАО «Филип Моррис Интернэшнл», что напрямую влияет на дневную доходность акций, а также на рыночную стоимость компании.

Результаты для совокупной выборки продемонстрировали, что на 21-дневном интервале выбранного окна событий может негативно реагировать на нейтральные новости, что приводит к потере дневной доходности в среднем на 10%-15%. Это вполне соответствует доказательствам, полученным в работе Тепловой Т. В.

В заключении стоит сказать, что выбранная компанией дивидендная политика имеет несколько слабых сторон и ставит компанию в весьма зависимое и местами невыгодное положение. В то время как прямые конкуренты компании, избрав путь менее стабильного роста дивиденда, чувствуют себя менее зависимо от ожиданий рынка, что положительно сказывается на их рыночной капитализации.

## Список использованных источников

1. Налоговый кодекс Российской Федерации. часть первая [по состоянию на 1 мая 2018 г. : принят ГД 16 июля 1998]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>
2. О науке и государственной научно-технической политике, № 127-ФЗ : [по состоянию на 10 мая 2018 г. : принят ГД 23 августа 1996]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>
3. Об акционерных обществах, № 208-ФЗ : [по состоянию на 12 апреля 2018 г. : принят ГД 26 декабря 1995]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>
4. О рынке ценных бумаг, № 39-ФЗ : [по состоянию на 15 мая 2018 г. : принят ГД 20 марта 1996]. – КонсультантПлюс. – Режим доступа : <http://base.consultant.ru>
5. Алексеева, М. М. Планирование деятельности фирмы : учеб. пособие / М. М. Алексеева. – М. : Финансы и инвестиции, 2014. – 312 с.
6. Акофф, Р. Планирование будущего корпорации : учеб. пособие / Р. Акофф. – пер. с англ. – М. : Сирин, 2002. – 430 с.
7. Барулин, С. В. Финансы : учеб. пособие / С. В. Барулин. – М. : КНОРУС, 2011. – 214 с.
8. Бернстайн, Л. А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика, интерпретации : учеб. пособие / Л. А. Бернстайн. – М. : Финансы и статистика, 2007. – 249 с.
9. Майерс, С. Принципы корпоративных финансов : международное издание / С. Майерс, Р. Брейли. – М. : Олимп-Бизнес, 2006. – 1120 с.
10. Галицкая, С. В. Финансовый менеджмент. Инвестиционный анализ. Финансы предприятий: учеб. пособие / С. В. Галицкая. – М. : Эксмо, 2009 – 218 с.
11. Дуброва, Т. А. Статистические методы прогнозирования в экономике : учеб. пособие / Т. А. Дуброва, М. Ю. Архипова. – М. : МЭСИ, 2014 – 149 с.
12. Елисеева, И. И. Общая теория статистики : учеб. пособие / И. И. Елисеева, М. М. Юзбашев. – М. : Финансы и статистика, 2015 – 210 с.
13. Лапыгин, Ю. Н. Экономическое прогнозирование : учеб. пособие / Ю. Н. Лапыгин, В. Е. Крылов, А. П. – М. : ИНФРА-М, 2014. – 136 с.
14. Лихачева, В. В. Выполнение и оформление выпускных квалификационных и курсовых работ : метод. указания / В. В. Лихачева, А. Б. Косолапов, Г. М. Сысоева, Е. П. Володарская, Е. С. Фищенко. – Владивосток : Дальневост. федерал. ун-т, 2014. – 44 с.
15. Мангус, Я. Р. Эконометрика. Начальный курс : учеб. / Я. Р. Мангус, П. К. Катышев, А. А. Пересецкий. – М. : Дело, 2013. – 187 с.
16. Моляков, Д. С. Теория финансов предприятий : учеб. пособие / Д. С. Моляков, А. С. Шохин. – М. : ИНФРА-М, 2013. – 153 с.
17. Теплова, Т. В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного

анализа на российских и зарубежных торговых площадках. Аудит и финансовый анализ / Т. В. Теплова // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – №2. – С. 1-15.

18. Теплова, Т. В. Корпоративные финансы : учеб. пособие / Т. В. Теплова. – М. : Юрайт, 2013. – 231 с.

19. Официальный сайт компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pmi.com>

20. Попова, В. М. Бизнес-планирование : учеб. пособие / В. М. Попова, С. И. Ляпунова, С. Г. Мюдика. – М. : Финансы и статистика, 2014. – 149 с.

21. Просветов, Г. И. Статистика: задачи и решения : учеб. пособие / Г. И. Просветов. – М. : Альфа Пресс, 2014. – 114 с.

22. Шеремет, А. Д. Финансы предприятия : учеб пособие / А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин. – М. : Инфра-М, 2012. – 343 с.

23. Бухгалтерская отчётность ПАО «Филипп Моррис Интернэшнл»

24. Amihud Y., Murgia, M. Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany. // The Journal of Finance. – 1997. – Vol. 65, № 4. – P. 408-416.

25. Amin A., Dutta S., Saadi, S. Institutional shareholding and information content of dividend surprises: Re-examining the dynamics in dividend-reappearance era: The Journal of Corporate Finance, 2015. – 170 p.

26. Andres C., Betzer A., Bongard I., Haesner C. The information content of dividend surprises: Evidence from Germany: Journal of Business Finance and Accounting, 2013. – 645 p.

27. Asquith P., Mullins Jr., The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth: Journal of Business, 1987. – 96 p.

28. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and «the bird in the hand» fallacy: Bell Journal of Economics, 1999. – 270 p.

29. Coetzee M. S., de Wet, J. Dividend. Tax, Dividend Payments and Share Values: A South African Perspective: Corporate Ownership and Control, 2014. – 252 p.

30. Conroy R. M., Eades, K. M., Harris, R. S. A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: Evidence from simultaneous announcements in Japan: The Journal of Finance, 2010. – 1227 p.

31. Fama E. F. Efficient capital markets: II: The Journal of Finance, 1991. – 1617 p.

32. Fama E. F., French, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? : Journal of Financial Economics, 2011. – 43 p.

33. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity?: The Journal of Business, 2002. – 424 p.

34. Healy P. M., Palepu K. G. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions: Journal of Financial Economics, 1988. – 175 p.

35. John K., Williams J. Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium: The Journal of Finance, 1985. – 1070 p.

36. Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes: *The American Economic Review*, 1966. – 113 p.
37. MacKinlay A. Event studies in economics and finance: *Journal of Economic Literature*, 2007. 50 p.
38. Michaely R., Thaler R., Womack, K. Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?: *The Journal of Finance*, 1995. – 608 p.
39. Miller M., Modigliani, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares: *The Journal of Business*, 1961. – 433 p.
40. Financial historical data [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finance.yahoo.com>.



## Приложение А

### Структура выручки компании ПАО «Филипп Моррис Интернэшнл»

Таблица А.1 – Структура выручки компании «РМІ» за 2010 – 2017 гг.

| В МЛН ДОЛЛАРАХ                            |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Регион                                    | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
| Евросоюз                                  | 28 050 | 29 768 | 27 338 | 28 303 | 29 085 | 26 563 | 27 129 | 27 581 |
| Сигареты                                  | 28 050 | 29 768 | 27 338 | 28 303 | 29 085 | 26 533 | 27 067 | 27 261 |
| ППР                                       | -      | -      | -      | -      | -      | 30     | 62     | 320    |
| Восточная Европа, Средний Восток и Африка | 15 928 | 17 452 | 19 272 | 20 695 | 21 928 | 18 328 | 18 286 | 18 045 |
| Сигареты                                  | 15 928 | 17 452 | 19 272 | 20 695 | 21 928 | 18 328 | 18 276 | 17 886 |
| ППР                                       | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 9      | 158    |
| Азия                                      | 15 235 | 19 590 | 21 071 | 20 987 | 19 255 | 19 496 | 20 531 | 22 635 |
| Сигареты                                  | 15 235 | 19 590 | 21 071 | 20 987 | 19 255 | 19 434 | 19 865 | 19 325 |
| ППР                                       | -      | -      | -      | -      | -      | 35     | 666    | 3 310  |
| Латинская Америка и Канада                | 8 500  | 9 536  | 9 712  | 10 044 | 9 865  | 9 548  | 9 007  | 9 838  |
| Сигареты                                  | 8 500  | 9 536  | 9 712  | 10 044 | 9 865  | 9 547  | 9 005  | 9 833  |
| ППР                                       | -      | -      | -      | -      | -      | 1      | 2      | 5      |
| Всего                                     | 67 713 | 76 436 | 77 393 | 80 029 | 80 106 | 73 908 | 74 953 | 78 098 |
| Сигареты                                  | 67 713 | 76 436 | 77 393 | 80 029 | 80 106 | 73 842 | 74 214 | 74 305 |
| ППР                                       | -      | -      | -      | -      | -      | 66     | 739    | 3 793  |

Источник: составлено автором на основе [19]

## Приложение Б

### Финансовая отчетность компании «Филипп Моррис Интернэшнл» за 2010-2017 гг.

Таблица Б.1 – Консолидированная финансовая отчетность компании ПАО «Филипп Моррис Интернэшнл» за 2010 – 2017 гг.

в млн долларах

| Показатель                      | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Оборотные активы                |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Денежные средства и эквиваленты | 1 703  | 2 250  | 2 983  | 2 154  | 1 682  | 3 417  | 4 239  | 8 447  |
| Отложенный налог на прибыль     | 371    | 397    | 450    | 502    | 533    | 488    | 859    | 1 007  |
| Дебиторская задолженность       | 3 009  | 3 201  | 3 589  | 3 853  | 4 004  | 2 778  | 3 499  | 3 738  |
| Запасы                          | 8 317  | 8 120  | 8 949  | 9 846  | 8 592  | 8 473  | 9 017  | 8 806  |
| Прочее                          | 356    | 591    | 619    | 497    | 673    | 648    | 603    | 853    |
| Итого оборотных активов         | 13 756 | 14 859 | 16 590 | 16 852 | 15 484 | 15 804 | 17 608 | 21 594 |
| Внеоборотные активы             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| ОС                              | 6 499  | 6 250  | 6 645  | 7 202  | 6 688  | 5 721  | 6 064  | 7 271  |
| НМА                             | 3 873  | 3 697  | 3 619  | 3 193  | 2 985  | 2 623  | 2 470  | 2 432  |
| Гудвилл                         | 10 161 | 9 928  | 9 900  | 8 893  | 8 388  | 7 415  | 7 324  | 7 666  |
| Инвестиции в другие организации | -      | -      | -      | 1 536  | 1 083  | 890    | 1 011  | 1 074  |
| Прочие активы                   | 761    | 754    | 916    | 939    | 1 176  | 1 503  | 1 515  | 1 924  |
| Итого активы                    | 35 050 | 35 488 | 37 670 | 38 168 | 35 187 | 33 956 | 36 851 | 42 968 |

Источник: [19]

## Приложение В

### Консолидированный отчет компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» о прибылях и убытках за 2010 – 2017 гг.

Таблица В.1 – Консолидированный отчет компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл» о прибылях и убытках за 2010 – 2017 гг.

|  | В млн долларов |        |         |         |         |         |         |         |
|--|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Показатель                                   | 2010           | 2011   | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
| Выручка                                      | 67 713         | 76 436 | 77 393  | 80 029  | 80 106  | 73 908  | 74 953  | 78 098  |
| Темп роста, %                                | -              | 13     | 1       | 3       | 0       | (8)     | 1       | 4       |
| Акцизы                                       | 40 505         | 45 249 | 46 016  | 48 812  | 50 339  | 47 114  | 48 268  | 49 350  |
| Сигареты                                     | 40 505         | 40 505 | 46 016  | 48 812  | 50 339  | 47 111  | 48 231  | 49 160  |
| ППР  | -              | -      | -       | -       | -       | 3       | 37      | 190     |
| Темп роста, %                                | -              | 12     | 3       | 6       | 3       | (6,5)   | 2       | 2       |
| Операционные расходы                         | 15 076         | 16 702 | 16 616  | 16 820  | 17 176  | 15 349  | 15 127  | 16 370  |
| Темп роста, %                                | -              | 11     | (1)     | 2       | 2       | (10)    | (2)     | 8       |
| ЕБИТДА                                       | 12 132         | 14 485 | 14 761  | 14 397  | 12 591  | 11 445  | 11 198  | 12 378  |
| Темп роста, %                                | -              | 20     | 2       | (2)     | (12)    | (9)     | (2)     | 11      |
| Амортизация ОС                               | 844            | 895    | 801     | 789     | 796     | 672     | 669     | 787     |
| Темп роста, %                                | -              | 6      | (11)    | (2)     | 1       | (16)    | (1)     | 18      |
| Амортизация НМА                              | 88             | 98     | 97      | 93      | 93      | 82      | 74      | 88      |
| Темп роста, %                                | -              | 11     | 1       | 4       | 0       | 12      | (10)    | 19      |
| Процентные доходы                            | 98             | 134    | 148     | 131     | 118     | 124     | 178     | 182     |
| Процентные расходы                           | (974)          | (934)  | (1 007) | (1 104) | (1 170) | (1 132) | (1 069) | (1 096) |
| Доходы от доли участия в других организациях | -              | -      | (17)    | (22)    | 105     | 105     | 94      | 59      |
| Прибыль до вычета налога на прибыль          | 11 208         | 13 342 | 13 004  | 12 542  | 10 650  | 9 615   | 9 924   | 10 589  |
| Резерв по налогу на прибыль                  | 2 826          | 3 653  | 3 833   | 3 670   | 3 097   | 2 668   | 2 768   | 4 307   |
| Эффективная налоговая ставка, %              | 25             | 27     | 29      | 29      | 29      | 28      | 28      | 40      |
| Чистая прибыль                               | 7 259          | 8 879  | 9 154   | 8 576   | 7 493   | 7 032   | 7 250   | 6 341   |

Источник: составлено автором на основе [19]



МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования  
«Дальневосточный федеральный университет»

---

ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра «Финансы и кредит»

ОТЗЫВ РУКОВОДИТЕЛЯ

на выпускную квалификационную работу студента Радченко Владислава Александровича  
(фамилия, имя, отчество)  
по направлению 38.03.02 «Менеджмент», «Финансовый менеджмент» группа Б1402фма  
Руководитель ВКР д.э.н., доцент Кузнецова Людмила Григорьевна  
(ученая степень, ученое звание, ф.и.о.)  
на тему «Дивидендная политика и ее влияние на рыночную капитализацию компании»

Дата защиты ВКР « » июля 2018 г.

Актуальность выбранной темы определяется особой ролью оценки дивидендной политики организации как важнейшей составляющей информационного обеспечения процесса принятия эффективных управленческих решений. Дивидендная политика - это ключевая точка распределения прибыли, поскольку она напрямую влияет на стоимость фирмы и имеет первостепенное значение как для менеджеров, так и для акционеров.

К **положительным моментам** квалификационной работы Радченко В. А. можно отнести проведение комплексного анализа дивидендной политики компании ПАО «Филип Моррис Интернэшнл», в том числе с анализом данных за последние десять лет. По результатам проведенного анализа был сделан и грамотно аргументирован вывод о влиянии дивидендной политики на рыночную капитализацию компании. Были предложены также возможные способы улучшения дивидендной политики в разрезе увеличения рыночной капитализации компании. При написании исследовательской работы В. А. Радченко показал достаточный уровень самостоятельности, продемонстрировала умение серьезно работать с источниками


литературы и излагать собственные мысли. Утвержденная тема работы раскрыта, поставленные в работе цели и задачи достигнуты. Оформление соответствует требованиям, предъявляемым к ВКР.

Оригинальность текста ВКР составляет 75%.

К **недостаткам работы** можно отнести неточности в данных, присутствующие в некоторых таблицах. В финальной версии работы неточности были устранены.

Заключение: работа В. А. Радченко заслуживает оценки «хорошо», а ее автор – присвоения квалификации «бакалавр».

Руководитель ВКР



---

Кузнецова Л. Г.

«21» июня 2018 г.

▼ Проверка ВКР на наличие плагиата ШЭМ 2018

**Общая информация**

- О курсе
- Проверка черновиков
- Окончательная проверка
- Результаты проверки (для студентов)

Инструкции для научных руководителей

▼ Мои группы

- ▶ Б1402фма →

## Просмотреть историю отправки: Окончательная проверка выпускных квалификационных работ на наличие плагиата

Инструкции к заданию ▼

Сведения о задании ▼

**ОЦЕНКА**  
последняя оцененная попытка **- /100**

**ПОПЫТКА**  
23.06.18 4:40 **/100**

SafeAssign ▼ **Общее количество совпадений: 32%**

### ОТПРАВКА

[Радченко. Дивидендная политика и ее влияние на рыночную капитализацию компании. 2018 г.docx](#)

Радченко. Дивидендная политика и ее влияние на рыночную капитализацию компании. 2018 г.docx

**Загрузить**