



DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2022.2.18>

UDC 336.77
LBC 65.26



Submitted: 29.04.2022
Accepted: 11.05.2022

CORPORATE GOVERNANCE AS A MECHANISM FOR ENSURING SUSTAINABLE GROWTH AND FINANCIAL CONTROL

Natalya V. Gryzunova

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russian Federation

Abstract. Many companies are changing their financial behavior and corporate governance model in order to achieve a sufficient level of competitiveness. Corporate governance is a process of overcoming the problems of a company's growth and identifying sources of funding, one of which is emission. At present, the problem of the relationship between corporate governance and other aspects of management, for example, with competitiveness and the search for investments, is poorly consecrated. A change in the format of financing inevitably affects the nature of corporate governance - one or another version of insider corporate governance arises. The purpose of the article is to assess the impact of the corporate governance model on the company's growth indicators and its competitiveness. Currently, additional drivers of economic growth and tools for strengthening competitiveness are needed. If earlier, companies tried to increase the capitalization of companies, increase the efficiency of the use of resources and production, and thus increase the income of shareholders, now shareholders are interested in creating a competitive stable company with stable growth prospects. The problems of optimizing the structure of equity capital, its dependence on the stage of the life cycle, capitalization, break-even point, the number of shareholders and the status of the company are constantly being discussed. The financial behavior of market entities has changed, the volumes of disintermediation have been reduced, further differentiation of tax rates has occurred, which leads to the need for: formation of a mechanism for sustainable growth and strengthening the competitiveness of the company; creation of stable profit distribution schemes and optimization of the tax burden on investors, both for companies and individuals; differentiation of investors; ensuring adequate dividend payments.

Key words: taxation, dividend policy, corporate governance, financial control, behavioral approach, ranking.

Citation. Gryzunova N.V. Corporate Governance as a Mechanism for Ensuring Sustainable Growth and Financial Control. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika* [Journal of Volgograd State University. Economics], 2022, vol. 24, no. 2, pp. 218-228. (in Russian). DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2022.2.18>

УДК 336.77
ББК 65.26

Дата поступления статьи: 29.04.2022
Дата принятия статьи: 11.05.2022

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАК МЕХАНИЗМ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОГО РОСТА И ФИНАНСОВОГО КОНТРОЛЯ

Наталья Владимировна Грызунова

Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация. Многие компании меняют финансовое поведение и модель корпоративного управления с целью достижения достаточного уровня конкурентоспособности. Корпоративное управление – это процесс преодоления проблем роста компании и определения источников финансирования, одним из которых является эмиссия. В настоящее время слабо освещена проблема взаимосвязи корпоративного управления с другими аспектами управленческой деятельности, например с конкурентоспособностью и поиском инвестиций. Изменение формата финансирования неизбежно отражается на характере корпоративного управления: возникает тот или иной вариант инсайдерской корпоративной модели. Цель статьи – оценка влияния модели корпоративного управления на показатели роста компании и ее конкурентоспособность. В настоящее время стратегия устойчивого развития способствует достижению конкурентоспособности. Если раньше компании пытались увеличить капитализацию, эффективность использования ресурсов и производства и таким образом доходы акционеров, то теперь акционеры заинтересованы в создании конкурентоспособной

компания, имеющей стабильные перспективы роста. Проблемы оптимизации структуры акционерного капитала, ее зависимость от стадии жизненного цикла, капитализации, точки безубыточности, численности акционеров и статуса компании постоянно являются объектом дискуссий. Изменилось финансовое поведение рыночных субъектов, сократились объемы дезинтермедиации, произошла дальнейшая дифференциация налоговых ставок, что привело к необходимости: формирования механизма устойчивого роста и укрепления конкурентоспособности компании; создания стабильных схем распределения прибыли и оптимизации налоговой нагрузки на инвесторов (как для компаний, так и для физических лиц); дифференциации инвесторов; обеспечения адекватных дивидендных выплат.

Ключевые слова: налогообложение, дивидендная политика, корпоративное управление, финансовый контроль, поведенческий подход, ренкинг.

Цитирование. Грызунова Н. В. Корпоративное управление как механизм обеспечения устойчивого роста и финансового контроля // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2022. – Т. 24, № 2. – С. 218–228. – DOI: <https://doi.org/10.15688/ek.jvolsu.2022.2.18>

Введение

Существует много классификаций типов корпоративного управления. В настоящее время, время санкций и пандемии, компании все чаще обращаются к поведенческому подходу управления как альтернативе классическим теориям. Поведенческий подход корпоративного управления базируется на теориях ограниченного арбитража и предпочтениях инвесторов, который сейчас переживает второе рождение.

Теория настроения инвесторов объясняет, как формируются показатели ренкинга банков, компаний и рынка, отдельные финансовые группы инвесторов у каждой компании, какие требования предъявляют акционеры к дивидендной политике, какие свойства ценных бумаг необходимо заложить в каждой новой эмиссии. Можно сказать, что эта теория базируется на психологических, когнитивных моментах. Известно, что если инвесторы рациональны, то цены соответствуют фундаментальной стоимости, но проблема в том, что факт определения фундаментальной стоимости, как правило, связан с негативными событиями, например преждевременным выкупом и пр.

В связи с вышесказанным дивидендные политики фирмы привязывают к бихевиористским моделям корпоративных финансов [Baker et al., 2004] при описании динамики предпочтений акционеров. В настоящее время дивидендная политика играет важную роль в финансовой стратегии многих компаний, оказывая существенное влияние на положение компании на рынке капитала, в частности на динамику цены акций и корпора-

тивных облигаций, изменение финансового качества инвесторов.

Серьезное внимание к управлению дивидендной политикой менеджмент корпораций стал проявлять с 1956 г. в США. Этот год являлся судьбоносным для страны: началась сегрегация гражданских прав; закончилась поражением военной экспансии США в Корею; начали создавать финансовый механизм мотивации определенного поведения медиалиц; появилось резонансное исследование Дж. Линтнера, который определил, что дивиденды выплачиваются не только по финансовым целям, но часто выступают как инструмент лоббирования для политических партий, оказывающих поддержку компаниям. В настоящее время источником финансирования политических партий стали не дивиденды, а бюджет, но выделился ремитент – институциональная структура среди акционеров. Сейчас ведутся дискуссии в РФ по поводу 0,5 % от суммы уплачиваемого НДФЛ физическими лицами, предполагается предоставить возможность финансово проголосовать при выборе политической партии. Давно резиденты отмечают, что конкуренция и эффективность межпартийной борьбы резко сократилась [Sawicki, 2009].

Объекты и методы исследования

Дивидендная политика уже более полувека играет роль стабилизатора, якоря финансового поведения людей в пределах не только компаний, но и регионов и даже страны в целом.

Теория предпочтения инвесторов Модильяни – Миллера показала, что на эффективных финансовых рынках дивидендная политика

не влияет на цену акций [Barberis et al., 2002], однако рынки очевидно утрачивают свою эффективность. С другой стороны, их исследование еще раз подтверждает многофункциональность дивидендной политики как инструмента устойчивого роста и стабильности. Например, Х. Шефрин [Shefrin, 2002] обращает внимание на маркетинговые функции и функции ценности: дивиденды могут повысить цену акций и привлечь инвесторов при неблагоприятной для компании конъюнктуре.

Финансовые группы акционеров делят на миноритарные (мелкие доли в акционерном капитале), мажоритарные (акционеры, владеющие крупным пакетом; менеджмент общества; кредиторы и партнеры, не владеющие акциями) и институциональные (госорганы, институциональные структуры). Власть делят две последние группы. Интересы этих групп лиц могут не гармонировать друг с другом. Постоянно муссируется проблема ущемления прав миноритарных инвесторов: ограничение в распределении прибыли; ограничение в доходности; вывод наиболее ценных активов в компании, контролируемые мажоритарными акционерами; ущемление в заработной плате; невыплаченная прибыль, направляемая на дивиденды и пр. Проблемы оптимизации структуры акционерного капитала, ее зависимость от стадии жизненного цикла, капитализации, точки безубыточности, численности акционеров и статуса компании постоянно являются объектом дискуссий. Продолжает обсуждаться «численность квалифицированного меньшинства» и влияние определенной величины на эффективность компании и ее конкурентоспособность. Для качества и эффективности управления предпочтительны мажоритарные акционеры и управляемая демократия (хозяин должен быть один). Как только увеличивается численность управленческого и штабного персонала, происходит парадокс, описанный Питером Сенге в его книге «Пятая дисциплина»: коллективный IQ совета директоров при увеличении численности резко сокращается.

Проблема решается дифференцированием эмиссии ценных бумаг и по стоимости, и по доходности, использованием кумулятивного голосования, реорганизации и реструктуризации для манипулирования численностью миноритарных акционеров.

Имущественные права мажоритарных акционеров намного существеннее, чем у миноритарных. Перечень таких прав зависит от типа общества (п. 3 ст. 7, ст. 40, 72, 75, гл. XI.1, ст. 84.7, 84.8 ФЗ «Об акционерных обществах» [Федеральный закон от 26.12.1995 ...]). Среди неимущественных прав, которыми пользуются мажоритарные акционеры, следует выделить права: участвовать в управлении делами компании и получать информацию о ее деятельности; контролировать ее финансово-хозяйственную деятельность (п. 1 ст. 65.2 ГК РФ) [Писарева, 2020].

Права мажоритарных акционеров могут быть уточнены в уставе, во внутрикорпоративном соглашении и в корпоративном договоре. Разумеется, эти дополнения не всегда афишируются (это как пресловутый мелкий шрифт в договорах). Так, мажоритарные акционеры могут: заключить между собой акционерное соглашение; распределить места и баланс сил в совете директоров; запретить продавать акции до определенного момента или без согласия других участников соглашения; закрепить преимущественное право покупки акций за одним из участников; установить запрет на увеличение доли ценных бумаг, принадлежащих конкретному акционеру путем их скупки у других акционеров или переуступки третьим лицам; установить повышенный кворум для проведения заседаний органов управления; закрепить сверхвысокий показатель квалифицированного большинства для принятия решений; определить выход из ситуации, когда участники не могут принять решение из-за несогласованности позиций сторон (например, передача разрешения спора третьему лицу или выход одного из акционеров из общества на различных условиях путем выкупа принадлежащих ему ценных бумаг); установить обязанность акционера голосовать тем или иным образом или определить процедуры предварительного согласования позиций на голосовании (п. 1 ст. 2, п. 1 ст. 67.2 ГК РФ, ст. 32.1 ФЗ «Об акционерных обществах») [Писарева, 2020].

Если компания небольшая, то желательны мажоритарные инвесторы и стимулирование миноритарных для расширения потока инвестиций. Если организация превратилась в

публичное общество, то возможно маневрирование участниками и возрастание роли институциональных акционеров.

Физические лица давно формируют свой поток доходов из депозитов и облигаций. Обратная доходность этих активов – это трюизм. Дивидендный портфель создает дополнительный пассивный доход в любом случае. Для того чтобы его получить, физические лица, миноритарии, часто неосознанно формируют определенную финансовую группу, которая предъявляет требования к параметрам эмиссии. Такие финансовые группы – это отличительная черта современного финансового рынка.

Менеджмент организации должен знать, кто является главным держателем ценных бумаг и какие налоговые риски могут возникнуть у ключевых акционеров компании, и с учетом налогового комфорта ключевых инвесторов должна формироваться дивидендная политика [Yahoo Finance].

В связи с этим для организаций вопросы, связанные со сроками, формой выплат, типами дополнительной эмиссии, превращаются в стратегически важные. Роль дивидендной политики как элемента финансовой политики значительно усилилась при доминировании инсайдерской модели корпоративного поведения (табл. 1).

В России вопросы дивидендных выплат регулируются ГК РФ, НК РФ, рядом федеральных законов, нормативно-правовыми актами, внутренними законами корпораций. Однако в дивидендах пока сконцентрированы только распределительные функции, и больше ничего. С позиции ГК РФ дивидендом является полученный акционером до-

ход по результатам деятельности пропорционально количеству принадлежащих ему акций в соответствующем акционерном обществе. Согласно ст. 43 ч. 1 НК РФ (с изм. от 26.03.2022, № 67-ФЗ) [Налоговый кодекс ...], под дивидендом понимается доход, полученный акционером или соучредителем от акционерного общества (или любой организации) при распределении чистой прибыли (или балансовой прибыли, если это мажоритарий). С позиций НК РФ дивидендом также признается и распределение дохода среди участников обществ с ограниченной ответственностью и других хозяйствующих субъектов. Как видно, в налоговом смысле понятие «дивиденд» имеет более широкое значение. Однако это не единственное назначение дивидендов. В частности, на их базе осуществляется и содержание политических партий, и законотворческая деятельность [Гражданский кодекс ...; Карнов, 2020; Тимофеева, 2010].

Нормативная триангуляция «дивиденд» – это любой доход, который был получен из источников внутри страны и за пределами РФ. Во многих странах практикуется применение разной налоговой нагрузки на дивидендные доходы и на прирост капитализации. В РФ уровень налогообложения пока одинаковый, но практикуется разная доходность и индексы риска в зависимости от вида ценной бумаги, и уже планируется использовать налоговый рычаг как мотиватор.

Планируемая величина дивидендов – это функция таких переменных, как темп роста ВВП, ожидаемая инфляция, доходность федеральных облигаций, финансовая глубина экономики и т. д. [Ошуркова].

Таблица 1. Характеристика инсайдерской модели корпоративного управления

Table 1. Characterization of the insider model of corporate governance

Основная цель создания корпорации	Основные характеристики модели
Максимальное снижение угроз внешней среды путем объединения в рамках корпорации интересов различных ее участников и заинтересованных лиц, контроллинг распределения прибыли	Сильная внутренняя интеграция участников, обеспечивающая стабильность корпорации, как гарант соблюдения интересов ее участников и заинтересованных лиц. Службы финансового контроля
	Регулирование отношений корпорации с внешней средой осуществляется на основе внутренних механизмов согласования различных интересов участников и заинтересованных лиц, контроллинг

Примечание. Составлено автором по: [Мецгер, 2013, с. 47–53].

Дивидендная политика – это стратегическое решение организации, например, по выбору банка, организующего эмиссию ценных бумаг, поскольку условия у многих компаний, особенно Юга России, сложные. Ренкинг банков, сопровождающих эмиссию ценных бумаг компаний машиностроительного комплекса, представлен в таблице 2.

Выбор типа дивидендной политики является важным решением, поскольку оно определит во многом будущее компании: движение денежных и финансовых средств; ликвидность; структуру капитала; курс ценных бумаг; стоимость бизнеса; стоимость лоббирования. Поэтому к выбору дивидендной политики компания должна подходить на основе достаточно серьезного мониторинга и в результате финансового контроля [Fama et al., 2001; Бадокина, 2010]. В настоящее время компании отсле-

живают долю своего сектора экономики в сбалансированном портфеле и пытаются увеличить численность своих дивидендных акционеров. Эффективность дивидендной политики для компании определяют в соответствии с методикой Е. Фамы и К. Флетча [Fama et al., 2001].

Как видно из таблицы 3, публичные компании пострадали за последние годы. Как известно, успешные эмиссии облигаций были погашены в 2006 г. и раньше.

При разработке политики выплат дивидендов раньше компания решала дилемму между текущим потреблением прибыли собственниками и инвестициями в возможный будущий рост. Потом решалась проблема длительности владения. Для этих целей многие компании увеличивали частоту выплаты дивидендов – два или четыре раза в год. На сегодняшний день выплата дивидендов является почти обя-

Таблица 2. Ренкинг банков. Эмитент – сектор роста МБ. Сектор эмитента – машиностроение, 2019–2022 гг.

Table 2. Ranking of banks. The issuer is the MB growth sector. The issuer’s sector is mechanical engineering, 2019–2022

№ п/п	Компания	Индекс репутации, %	Доля рынка, %	Кол-во эмиссий	Средняя ставка, %	Средний срок, дней	Средняя доля, %	Средний риск, скоринг	Дефолты, %	Кол-во эмиссий	Средняя ставка, %
1	Банк «Акцепт»	7	25,93	35	1	1	16,08	1	100	BB+(RU)	0
2	ЮниСервис Капитал	7	25,93	35	1	1	16,08	1	100	BB+(RU)	0
3	СБЦ	7	48,15	65	1	1	15,87	1	100	BB+(RU)	0

Примечание. Составлено автором по: [RusBonds].

Таблица 3. Публичные компании Юга России

Table 3. Public companies of South Russia

Компания	Отрасль	Основной вид деятельности	Выручка в 2021 г., млн руб.	Выручка в 2020 г., млн руб.	Прирост выручки, %	Чистая прибыль (убыток) в 2021 г., млн руб.	Чистая прибыль (убыток) в 2020 г., млн руб.
ПАО «Роствертол»	Машиностроение и металлообработка	Производство вертолетов, самолетов и прочих летательных аппаратов	25 062,31	55 588,17	-55	292,04	6 890,43
ПАО «ТКЗ “Красный котельщик”»	Машиностроение и металлообработка	Производство паровых котлов и их частей	8 775,12	7 284,70	20	1 400,90	-1 232,06
ПАО «ГАНТК им. Г.М. Бериева»	Машиностроение и металлообработка	Производство вертолетов, самолетов и прочих летательных аппаратов	7 361,87	6 159,51	20	-3 430,54	-3 693,47

Примечание. Составлено автором по: [250 крупнейших компаний ...].

зательной нормой и свидетельствует о стабильности и рентабельности компании. Сейчас вопрос состоит в другом. Какая структура должна быть у акционерного капитала (миноритарии, мажоритарии) на различных стадиях жизненного цикла компании? Надолго ли сохраняются инвестиционные настроения людей, финансовых групп? Как организовать инвестирование до выхода на безубыточность? Какие свойства ценных бумаг заложить в условиях дефицита инвестиций? Какая должна быть критическая численность акционеров, чтобы изменить дивидендную политику при изменении внешних условий? Как должны меняться функции по обслуживанию клиентов-акционеров при изменении финансовых индикаторов рынка? Существует эмпирическая аксиома: цена инвестиций, привлеченных до точки безубыточности компании, в два раза дороже ценности самой компании.

Для управления данной ситуацией используют бизнес-модели анализа информации социальных сетей, модели трансформации финансового поведения людей. Для получения ответа на эти вопросы стали модифицировать модели популяций Ферхюльста, Лотки – Вольтерры, Холлинга – Тэннера, Базыкина [Shalizi, 2009; Думачев и др., 2005]. Аффорданс моделей позволяет использовать их на базе новых ИТ для управления финансовым поведением людей, они позволяют решить широкий спектр проблем, обеспечивают финансовый контроль и содержат в себе большой потенциал. Например, модель Ферхюльста используется в биологии, социологии, экономике и финансах, применяется, в частности, для описания эскалации групп населения, вооружений, социальной и политической напряженности.

Модель Лотки – Вольтерры – это изначально биологическая, а теперь и финансовая модель взаимодействия конкурентов, антагонистов в зависимости от их дивидендных предложений. Розничных акционеров можно представить как мигрирующие паттерны по секторам экономики в соответствии с финансовыми показателями, масштабами производства, производительностью и пр. Каждая публичная компания сейчас борется за дивидендных акционеров [Думачев и др., 2005; Конопов].

В процессе моделирования финансовых групп (дивидендных акционеров) и их пове-

дения первый этап состоит в том, чтобы оценить характер и масштабы воздействия финансовых сигналов и предсказывать, как изменится поведение рыночных субъектов (миноритариев), прежде всего обывателей с незначительным объемом сбережений. Сейчас очень важно привлечь миноритариев промышленным компаниям, это цель создаваемой сейчас в масштабе нашей страны системы экономического трансгуманизма и мониторинга.

Второй этап – прогнозирование динамики структуры акционерного капитала. Наилучшие критерии для этого – это доходность ценных бумаг мажоритариев и миноритариев и динамика расходов на оплату труда персонала и выплаты учредителям.

Третий этап – это определение лимита ресурсов, который является драйвером конкуренции.

Четвертый этап – это дифференциация и сегментирование населения ареала на дивидендные группы с определенным уровнем сбережений и финансовыми привычками.

Пятый этап – это определение реперных точек модели.

Для определения численности финансовой группы (численности рыночных акционеров) и границ роста, при которых меняются характеристики финансовой группы, используем уравнение Ферхюльста – уравнение логистического роста [Shalizi, 2009; Думачев и др., 2005; Конопов]:

$$Ch = \frac{K}{(1 + e^{(\beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3)})} + F,$$

где Ch – численность финансовой группы; K – максимальная численность финансовой группы, для акционерного общества это один человек; $a + b_i x_i$ – вводимые в модель предикаты параметры уравнения, определяющие характер логистической кривой; F – базисная величина численности, с которой началось ее измерение.

Поскольку мы имеем логистическую кривую в финансовой сфере, то здесь могут использоваться как минимум две финансовые стратегии (чаще несколько финансовых стратегий или несколько финансовых рецептов), а также несколько моделей корпоративного управления [Sawicki, 2009; Грызунова, 2019].

Как видно из таблицы 3, для компаний машиностроительного комплекса пока достаточно выйти хотя бы на традиционные подходы к дивидендной политике – обеспечение капитализации и накоплений. В настоящий момент необходимо восстановление машиностроения по крайней мере до советского уровня. В качестве примера можно рассмотреть динамику инвестиций (табл. 4).

Решением уравнения является S-образная кривая. По заданным параметрам рассчитано эмпирическое уравнение логистической регрессии:

$$C = \frac{1}{(1 + e^{(48.2546 + 1.2243x_1 + 3775x_2 + 33.0282x_3)})} + 400.$$

Хи-квадрат = 13,8629; $df = 4$; p -значение = 0,0077.

Значимость расхождения эмпирических и теоретических частот приемлемая, точность коэффициентов высокая, вероятность изменения структуры акционерного капитала – 7 %. Структура изменится, если разница в доходах любых групп превысит 48 %, и соотношение шансов в данном случае очень высокое.

Модель Лотки – Вольтерры позволяет ввести в модель дивидендной политики дополнительные предикаты – технико-экономические факторы [Shalizi, 2009; Думачев и др., 2005; Кононор].

Другой вопрос, важный для дивидендной политики, – это величина выплат.

В данном случае используется классический прием микроэкономики: величина выплачиваемых дивидендов, их справедливая стоимость равна произведению рыночной цены производимого продукта на предельную эффективность переменного фактора. Часто обсуждают ситуацию с дивидендным гэпом, но для машиностроительных компаний этот вопрос преждевременный.

Результаты и обсуждение

Одной из решаемых менеджментом задач является обеспечение налогового комфорта ключевым инвесторам при получении ими дивидендов [Barberis et al., 2003; Грызунова, 2020]. Поскольку компания заинтересована в увеличении численности своих инвесторов, она в дивидендной политике должна заложить минимальные налоговые риски для своих ключевых акционеров.

Эта практика стала активно использоваться с 80-х гг. XX в. (например, в 1979 г. Р. Литценбергером и К. Рамасвами как теория налоговых предпочтений). К. Рамасвами, в частности, подсчитал, что в каждой стране каждый 2-й или 4-й налоговый закон оплачен и пролоббирован корпорациями [Ошуркова; Тимофеева, 2010].

Дивидендная политика организаций в настоящее время формируется с учетом налогового портфеля (НП). Как известно, налоговый портфель организации – это отношения между хозяйствующим субъектом и государ-

Таблица 4. Исходные данные для анализа финансовой популяции

Table 4. Initial data for the analysis of the financial population

Доля мажоритариев на ПАО «ТКЗ «Красный котельщик»», %	Доходность портфеля мажоритария, %	Темп прироста выплат учредителям, %	Темп прироста заработной платы персонала, %
100	17	5	0
90	17	2	0
80	10	2	0
70	11	2	2
60	8	1	2
50	6	1	3
40	5	1	3
30	5	1	4
20	5	1	4
10	4	1	4

Примечание. Составлено автором по: [Yahoo Finance].

ством по поводу достижения баланса их целей. Еще Дж.М. Кейнс, А. Маршалл, А. Пигу считали налоги дихотомией инвестиций [Грызунова, 2020; Ошуркова]. Сумма налога на дивиденды определяется в соответствии с НК РФ [Карнов, 2020].

В настоящее время установлена дифференциация налоговых ставок, которая представлена в таблице 5.

Если раньше государство могло предоставить налоговые льготы (например, доходы по облигациям не облагались налогом), то в настоящее время налоговую нагрузку за своих дивидендных акционеров начинает нести компания-эмитент, что обусловлено сложной финансовой ситуацией. Для оценки эффективности взаимодействия дивидендной политики и налогового портфеля используют чаще всего индекс эластичности налогового портфеля, фискальный мультипликатор, рейтинг ценных бумаг.

Кроме перераспределения прибыли, компания также должна решить правовые вопросы финансового контроля, который должен охватить: инвестиционные возможности, альтернативные инвестиции, альтернативную выплату дивидендного дохода, рациональную стоимость кредитов и займов, ограничения на выплату дивидендов [Хорват, 2006].

Невозможно оптимизировать финансовый контроль дивидендной политики, поскольку часто присутствуют не поддающиеся учету факторы. Ф. Блэк и М. Шульц, В.В. Мануленко, О.Б. Бигдай неоднократно доказывали,

что компании подстраивают дивидендную политику под оптимизацию структуры капитала и риска [Бигдай и др., 2014; Карнов, 2020]. В 2010 г. организации оценили возможности социальных сетей и ценность хранящейся в них информации и теперь постоянно мониторят инвестиционные ожидания акционеров. Предполагается, что ПАО научились пользоваться этой ценной информацией для оптимизации финансовой политики, поэтому в данном случае необходима идентификация и монетизация факторов риска. Во-первых, необходимо учитывать структуру капитала компании, сектор экономики, к которому относится компания, требуемый минимум инвестиций, гарантий. Во-вторых, следует учитывать тип отрасли уровень инновационности. И.А. Бланк, Т.В. Тимофеева, В.В. Ковалева подчеркивают, что одним из преимуществ крупных промышленных гигантов, имеющих на протяжении долгого времени стабильные финансовые показатели, является поток дивидендов, образующий пассивный доход большой группы обывателей, резидентов, что положительно влияет на ситуацию в регионе, и такие компании имеют дополнительные институциональные бонусы. Однако финансовое положение многих обществ оставляет желать лучшего, и привлечение инвестиций им обходится очень дорого [Карнов, 2020; Тимофеева, 2010].

Д. Даливал, М. Эрикссон и Р. Трезевант, Е.А. Бадюкина, сторонники теории соответствия дивидендной политики составу акционеров, обращают внимание на необходимость

Таблица 5. Налоговые ставки

Table 5. Tax rates

<i>По акциям</i>	
0 %	– это ставка стабильности, применяется к мажоритарным акционерам (доля которых не менее 50 % в акционерном капитале) и если мажоритарный акционер не реализует свой пакет более 365 календарных дней
5 %	– для иностранных лиц по акциям (долям) международных холдинговых компаний, по доходам, полученным до 1 января 2029 г., и при условии, что иностранные организации в порядке редомициляции являлись ПАО
13 %	– по дивидендным доходам, в случае если стороны сделки – российские организации либо эмитент – иностранная организация, или по ADR
15 %	– удерживается с дивидендных доходов, получаемых нерезидентами от российских организаций
<i>По облигациям</i>	
15 %	– по государственным и муниципальным ценным бумагам, размещаемым за пределами РФ
13 %	– все виды долговых ценных бумаг, эмитированных российскими резидентами и обращающихся на территории РФ

Примечание. Составлено автором по ст. 284 ч. 2 НК РФ [Налоговый кодекс ...].

учета того фактора, что у стабильных компаний растет число институциональных собственников (может быть офис политической партии), которые имеют право на льготное налогообложение. Соответственно, доля капитализации будет иметь устойчивый тренд к сокращению, и финансовый контроль должен обеспечить необходимый минимум его прироста – не менее 6–8 %. Это как раз случай необходимого политического лоббирования [Sawicki, 2009; Бадюкина, 2010; Хорват, 2006].

Выводы

Таким образом, подводя итоги, можно сказать, что планирование прибыли должно опираться на интересы финансовых групп, являющихся акционерами компании (или соучредителями). При разработке политики выплат дивидендов компания ставит цель сбалансировать различные финансовые и политические интересы разных групп инвесторов и обеспечить себе драйверы роста.

В современных экономических условиях, когда рыночная конъюнктура волатильна, дивидендная политика является «якорем» стабильности и показателем успешной деятельности организации, маркером финансовой власти внутри компании, гарантом устойчивости системы корпоративного управления. Адекватное корпоративное управление служит гарантом устойчивого развития и роста конкурентоспособности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Бадюкина, Е. А. Дивидендная политика и рыночная стоимость компании / Е. А. Бадюкина // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. – 2010. – № 3. – С. 19–33.
- Бигдай, О. Б. Создание модели контроллинга прибыли в акционерном обществе / О. Б. Бигдай, В. В. Мануйленко // Финансы и кредит. – 2014. – № 24. – С. 19–29.
- Гражданский кодекс Российской Федерации (с изм. от 25.02.2022, № 20-ФЗ). – Доступ из справ.-прав. системы «КонсультантПлюс».
- Грызунова, Н. В. Структурный продукт как инструмент управления проблемной задолженностью / Н. В. Грызунова // Вестник университета. – 2019. – № 12. – С. 159–166.
- Грызунова, Н. В. Финансовый инжиниринг бизнес-процессов и инвестиций промышленных компаний в инновационной системе мегаполиса / Н. В. Грызунова // Цифровая экономика: тенденции и перспективы развития. В 2 т. Т. 2 : сб. тез. докл. Нац. науч.-практ. конф. (Москва, 22–23 окт. 2020 г.). – М. : Рос. экон. ун-т им. Г.В. Плеханова, 2020. – С. 191–194.
- 250 крупнейших компаний ЮФО по объему реализованной продукции в 2020 году // Эксперт Юг. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: https://expertsouth.ru/ratings/krupnejshie-kompanii/250-krupneyshikh-kompaniy-yufo-po-obyemu-realizovannoy-produktsii-v-2020-godu_1/. – Загл. с экрана.
- Думачев, В. Н. Эволюция антагонистически взаимодействующих популяций на базе двумерной модели Ферхюльста – Пирла / В. Н. Думачев, В. А. Родин // Math-Net.ru. – 2005. – Т. 17, вып. 7. – С. 11–22.
- Карнов, М. М. Обзор исследований о взаимосвязи понятий: дивиденд, цена акций, дивидендная политика и их влияние на благосостояние акционеров / М. М. Карнов // European Scientific Conference : сб. ст. XVIII Междунар. науч.-практ. конф. – Пенза : Наука и просвещение, 2020. – С. 91–94.
- Конор, Э. Ф. Логистическая регрессия / Э. Ф. Конор. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://userwww.sfsu.edu/~efc/classes/biol710/logistic/logisticreg.htm>. – Загл. с экрана.
- Мецгер, А. А. Корпоративная культура в моделях корпоративного управления / А. А. Мецгер // Upravlenets. – 2013. – № 2 (42). – С. 47–53.
- Налоговый кодекс Российской Федерации (с изм. от 26.03.2022, № 68-ФЗ). – Доступ из справ.-прав. системы «КонсультантПлюс».
- Ошуркова, Т. Г. Дивиденды 2019 / Т. Г. Ошуркова. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <https://centeryf.ru/data/economy/dividendy-2019.php>. – Загл. с экрана.
- Писарева, М. В. Мажоритарный акционер: какими правами обладает / М. В. Писарева // Право. Юрист компании. – 2020. – 2 окт. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <https://www.law.ru/article/22960-majoritarnyy-aktsioner>. – Загл. с экрана.
- Тимофеева, Т. В. Анализ денежных потоков предприятия / Т. В. Тимофеева. – М. : Финансы и статистика, 2010. – 368 с.
- Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 25.02.2022) «Об акционерных обществах». – Доступ из справ.-прав. системы «КонсультантПлюс».
- Хорват, П. Концепция контроллинга: управленческий учет, система отчетности, бюджетирова-

- ние / П. Хорват. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 269 с.
- Baker, M. A Catering Theory of Dividends / M. Baker, J. Wurgler // *The Journal of Finance*. – 2004. – Vol. LIX, № 3. – P. 1125–1131.
- Barberis, N. A Survey of Behavioral Finance / N. Barberis, R. Thaler. – 2002. – Working Paper 9222. – Electronic text data. – Mode of access: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9222/w9222.pdf. – Title from screen.
- Fama, E. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? / E. Fama, K. French // *Journal of Financial Economics*. – 2001. – № 60. – P. 3–44.
- RusBonds. – Electronic text data. – Mode of access: <https://rusbonds.ru>. – Title from screen.
- Sawicki, J. Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre- and Post-Crisis / J. Sawicki // *European Journal of Finance*. – 2009. – Vol. 15, iss. 2. – P. 211–230.
- Shalizi, C. Logistic Regression and Newton’s Method. – 2009. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.stat.cmu.edu/~cshalizi/350/lectures/26/lecture-26.pdf>. – Title from screen.
- Shefrin, H. Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing / H. Shefrin. – New York ; Oxford : Oxford University Press, 2002. – XXXIV, 368 p.
- Yahoo Finance. – Electronic text data. – Mode of access: finance.yahoo.com. – Title from screen.
- Gryzunova N.V. Strukturnyj produkt kak instrument upravleniya problemnoj zadolzhennost’yu [Structural Product as a Problem Debt Management Tool]. *Vestnik universiteta* [Bulletin of the University], 2019, no. 12, pp. 159-166.
- Gryzunova N.V. Finansovyy inzhiniring biznes-processov i investicij promyshlennykh kompanij v innovacionnoj sisteme megapolisa [Financial Engineering of Business Processes and Investments of Industrial Companies in the Innovation System of the Metropolis]. *Cifrovaya ekonomika: tendencii i perspektivy razvitiya. V 2 t. T. 2: sb. tez. dokl. Nac. nauch.-prakt. konf. (Moskva, 22–23 okt. 2020 g.)* [Digital Economy: Trends and Prospects of Development. In 2 Vols. Vol. 2. Collection of Abstracts of Reports of the National Scientific and Practical Conference (Moscow, October 22–23, 2020)]. Moscow, Ros. ekon. un-t im. G.V. Plekhanova, 2020, pp. 191-194.
- 250 krupneyshikh kompaniy YuFO po obyemu realizovannoy produktsii v 2020 godu. *Ekspert Yug*. URL: https://expertsouth.ru/ratings/krupnejshie-kompanii/250-krupneyshikh-kompaniy-yufo-po-obyemu-realizovannoy-produktsii-v-2020-godu_1/.
- Dumachev V.N., Rodin V.A. Evolyuciya antagonisticheski vzaimodejstvuyushchih populjaciij na baze dvumernoj modeli Ferhul’sta – Pirla [Evolution of Antagonistically Interacting Populations Based on the Two-Dimensional Ferhulst – Pearl Model]. *Math-Net.ru*, 2005, vol. 17, iss. 7, pp. 11-22.
- Karnov M.M. Obzor issledovanij o vzaimosvyazi ponyatij: dividend, cena akcij, divi-dendnaya politika i ih vliyanie na blagosostoyanie akcionerov [Review of Research on Relationships: Dividend, Share Price, Dividend Policy and Their Impact on the Well-Being of Shareholders]. *European Scientific Conference*. Penza, Nauka i prosveshchenie Publ., 2020, pp. 91-94.
- Konor E.F. *Logisticheskaya regressiya* [Logistic Regression]. URL: <http://userwww.sfsu.edu/~efc/classes/biol710/logistic/logisticreg.htm>.
- Mecger A.A. Korporativnaya kul’tura v modelyah korporativnogo upravleniya [Corporate Culture in Corporate Governance Models]. *Upravlenets*, 2013, no. 2 (42), pp. 47-53.
- Nalogovyy kodeks Rossijskoj Federacii (s izm. ot 26.03.2022, № 68-FZ) [Tax Code of the Russian Federation (Amended: 26.03.2022, No. 68-FZ)]. *Access from Reference Legal System “KonsultantPlyus”*.
- Oshurkova T.G. *Dividendy 2019* [Dividends 2019]. URL: <https://centeryf.ru/data/economy/dividendy-2019.php>
- Pisareva M.V. Mazhoritarnyj akcioner: kakimi pravami obladaet [Majority Shareholder: What Rights

REFERENCES

Badokina E.A. Dividendnaya politika i rynochnaya stoimost’ kompanii [Dividend Policy and Market Value of the Company]. *Vestnik Nauchno-issledovatel’skogo centra korporativnogo prava, upravleniya i venchurnogo investirovaniya Syktyvkar’skogo gosudarstvennogo universiteta* [Bulletin of the Research Center of Corporate Law, Management and Venture Investment of Syktyvkar State University], 2010, no. 3, pp. 19-33.

Bigdaj O.B., Manujlenko V.V. Sozdanie modeli kontrollinga pribyli v akcionernom obschestve [Creating a Profit Controlling Model in a Joint-Stock Company]. *Finansy i kredit*, 2014, no. 24, pp. 19-29.

Grazhdanskij kodeks Rossijskoj Federacii (s izm. ot 25.02.2022, № 20-FZ) [Civil Code of the Russian Federation (Amended: 25.02.2022, No. 20-FZ)]. *Access from Reference Legal System “KonsultantPlyus”*.

- Does He Have]. *Pravo. Yurist kompanii* [Right. The Company's Lawyer], 2020, 2 October. URL: <https://www.law.ru/article/22960-majoritarnyy-aktsioner>
- Timofeeva T.V. *Analiz denezhnykh potokov predpriyatiya* [Analysis of the Company's Cash Flows]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2010. 368 p.
- Federal'nyj zakon ot 26.12.1995 № 208-FZ (red. ot 25.02.2022) «Ob akcionerinyh obshchestvah» [Federal Law of December 26, 1995 No. 208-FZ (As Amended on February 25, 2022) "About Joint-Stock Companies"]. *Access from Reference Legal System "KonsultantPlyus"*.
- Horvat P. *Koncepciya kontrollinga: upravlencheskij uchët, sistema otchetnosti, byudzhetrovanie* [Controlling Concept: Management Accounting, Reporting System, Budgeting]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2006. 269 p.
- Baker M., Wurgler J. A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 2004, vol. LIX, no. 3, pp. 1125-1131.
- Barberis N., Thaler R. *A Survey of Behavioral Finance*. 2002. Working Paper 9222. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9222/w9222.pdf
- Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 2001, no. 60, pp. 3-44.
- RusBonds*. URL: <https://rusbonds.ru>
- Sawicki J. Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre- and Post-Crisis. *European Journal of Finance*, 2009, vol. 15, iss. 2, pp. 211-230.
- Sawicki J. Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre- and Post-Crisis. *European Journal of Finance*, 2009, vol. 15, iss. 2, pp. 211-230.
- Shalizi C. *Logistic Regression and Newton's Method*. 2009. URL: <http://www.stat.cmu.edu/~shalizi/350/lectures/26/lecture-26.pdf>
- Shefrin H. *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing*. New York, Oxford, Oxford University Press, 2002. XXXIV, 368 p.
- Yahoo Finance*. URL: finance.yahoo.com.

Information About the Author

Natalya V. Gryzunova, Doctor of Sciences (Economics), Professor, Department of Finance for Sustainable Development, Plekhanov Russian University of Economics, Stremyanny Lane, 36, 117997 Moscow, Russian Federation, Gryzunova.NV@rea.ru, <https://orcid.org/0000-0001-8582-7389>

Информация об авторе

Наталья Владимировна Грызунова, доктор экономических наук, профессор кафедры финансов устойчивого развития, Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, пер. Стремянный, 36, 117997 г. Москва, Российская Федерация, Gryzunova.NV@rea.ru, <https://orcid.org/0000-0001-8582-7389>