

# ВЛИЯНИЕ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ОРГАНИЗАЦИИ НА ДИВИДЕНДНЫЕ ВЫПЛАТЫ МИРОВЫХ НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ

При оценке состояния той или иной компании используется большое количество финансовых показателей, что дает возможность установить определенные закономерности в развитии организаций в целом. Данное исследование основывается на тезисе, что существует зависимость между стадиями жизненного цикла организации и размером дивидендных выплат, в частности в компаниях нефтяного сектора. Автор выделяет стадии жизненного цикла нефтяных компаний и анализирует различия в финансовых показателях.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** дивидендная политика, жизненный цикл организации, мировые нефтяные компании, чистая прибыль, капитальные расходы, обратный выкуп акций, доля государственного участия



**Ованосова Юлия Сергеевна** — к. э. н., старший преподаватель департамента финансов НИУ ВШЭ (г. Москва)

Тема дивидендных выплат сегодня представляется весьма актуальной в связи с тем, что Правительство Российской Федерации обязало компании с государственным участием выплатить дивиденды в размере 50% от суммы прибыли, которая окажется больше (по МСФО или по РСБУ) по итогам 2015 г., а с 2017 г. Министерство финансов может обязать госкомпании выплачивать дивиденды в размере не менее 50% от чистой прибыли по МСФО [1]. Анализ, позволяющий компаниям нефтяного сектора оценить время и размер выплаты дивидендов, может быть весьма полезным при формировании дивидендной политики организаций в будущем. В связи с этим одна из задач данной работы заключается в том, чтобы оценить, какой процент чистой прибыли приходится на дивидендные выплаты в крупнейших мировых нефтяных компаниях в сравнении с российскими предприятиями. В статье рассматриваются организации разных форм собственности: частные, государственные и смешанной формы.

При разработке политики управления корпоративными финансами дивидендная политика занимает одно из ведущих мест. Это связано с тем,

что, несмотря на более чем полувековую историю развития теории корпоративных финансов, до сих пор нет однозначного ответа на вопрос о том, когда и в каком размере осуществлять дивидендные выплаты. Существует несколько теорий, посвященных данному вопросу. Сигнальная теория дивидендных выплат, например, говорит о том, что рост дивидендных выплат указывает на хорошие перспективы развития компании в будущем [11, 12]. Однако имеется ряд эмпирических исследований, которые опровергают это утверждение [6, 10].

Ниссим и Зив [13] обнаружили значимую зависимость между текущим изменением дивидендных выплат и изменением прибыли компании в будущем. Они утверждали, что проблемы предыдущих исследований были обусловлены используемыми моделью и методами исследования. Сами авторы применяли линейную регрессию для анализа зависимости дивидендных выплат и прибыли компании и в итоге выявили положительную зависимость между анализируемыми переменными. Многие исследователи предполагали, что между указанными переменными существует нелинейная зависимость, поэтому использовали другие методы анализа, отличные от регрессионного, и получали противоположные результаты. Например, Бенарци и соавторы [4] сравнивали компании, в которых происходило изменение дивидендных выплат, с фирмами, в которых таких изменений не наблюдалось. Для сравнения организации были распределены по следующим показателям: рыночная капитализация, отрасль и прошлые показатели чистой прибыли. Авторы обнаружили, что значения сверхприбыли не изменились после того, как компании увеличивали дивидендные выплаты.

Поскольку сигнальная теория применительно к дивидендным выплатам представляется противоречивой, особенно в плане выбора метода исследования, весьма интересно более детально изучить данный вопрос. В этой статье предлагается оценивать уровень дивидендных выплат с помощью теории жизненного цикла компаний.

Согласно данной теории, компании будут стараться выплачивать дивиденды, когда их доходность и интенсивность роста будут снижаться [3]. Данный тезис противоречит сигнальной теории дивидендных выплат, в которой утверждается, что компании, выплачивая дивиденды, подают сигнал рынку о росте доходности предприятия в будущем, что, естественно, должно являться «хорошей новостью» для инвесторов. Если обратиться к теории жизненных циклов, то существуют несколько исследований, авторы которых по-разному определяют их стадии. Одной из первых публикаций, в которой стадии жизненного цикла описывались с помощью финансовых показателей, была работа Дж. Энтони и К. Рамеша. Авторы выделили три стадии жизненного цикла — рост, зрелость и стагнация — на основании следующих показателей:

- рост продаж;
- изменение в капитальных затратах (CAPEX);
- годовой уровень выплаты дивидендов;
- возраст компании.

Значения, присущие той или иной стадии жизненного цикла компаний, представлены в табл. 1.

Современные исследователи, работающие в данном направлении, выделяют стадии жизненного цикла на основании соотношения потоков денежных средств от операционных, финансовых и инвестиционных видов деятельности. Соответствующие показатели публикуются в международных отчетах о движении денежных средств. В качестве методологической основы для выделения стадий жизненного цикла взяты работы И.В. Ивашковской [2], Дикинсон [8], Брувера и Хаммана [5].

Таким образом, в предлагаемой работе стадии жизненного цикла анализируемых компаний были выделены на основании соотношения потоков денежных средств от операционных, финансовых и инвестиционных видов деятельности в период с 1999 по 2014 гг. Для мировых нефтяных компаний в данном исследовании были выделены три основные стадии жизненного цикла: рост, зрелость и реструктуризация. В табл. 2 показаны

**Таблица 1.** Соответствие показателей и стадий жизненного цикла компаний

| Стадии жизненного цикла компании | Показатели жизненного цикла компаний |             |                                   |                  |
|----------------------------------|--------------------------------------|-------------|-----------------------------------|------------------|
|                                  | Дивидендные выплаты                  | Рост продаж | Коэффициент капитальных расходов* | Возраст компании |
| Рост                             | Низкие                               | Высокий     | Высокий                           | Молодая          |
| Зрелость                         | Средние                              | Средний     | Средний                           | Взрослая         |
| Стагнация                        | Высокие                              | Низкий      | Низкий                            | Старая           |

\* Капитальные расходы / (Рыночная стоимость собственного капитала + Балансовая стоимость долгосрочного долга).  
Источник: [3].

**Таблица 2.** Соотношение потоков денежных средств для основных стадий жизненного цикла мировых нефтяных компаний

| Стадии жизненного цикла компании | Поток денежных средств от операционной деятельности (CFO) | Поток денежных средств от финансовой деятельности (CFF) | Поток денежных средств от инвестиционной деятельности (CFI) |
|----------------------------------|---|---|---|
| Рост                             | +   | +   | -   |
| Зрелость                         | +   | -   | -   |
| Реструктуризация                 | + / -   | - / +   | +   |

соотношения потоков денежных средств от разных видов деятельности для выделенных стадий.

Методология работы строится на выполнении следующих шагов:

- 1) выявление стадии жизненного цикла;
- 2) выделение финансовых детерминант, отличных на разных стадиях жизненного цикла;
- 3) проведение кластерного анализа, который позволяет распределить компании на два кластера по выделенным значимым показателям;
- 4) анализ размера выплат по капитальным расходам в соотношении с размерами выплаченных дивидендов.

Для анализа были выбраны крупнейшие мировые нефтяные компании, по которым существует финансовая отчетность в открытом доступе (табл. 3). С помощью базы Thompson Reuters удалось найти панельные данные по компаниям за период с 1999 по 2014 гг.

Для того чтобы определить значимые финансовые показатели, была проведена оценка стадий жизненного цикла, на которых находились анализируемые компании в 1999–2014 гг. Далее представлены показатели, значения которых могут различаться в зависимости от стадии цикла:

- относительный показатель изменения чистой прибыли (NI);
- доля дивидендных выплат относительно чистой прибыли (DVD);
- относительное изменение капитальных расходов (CAPEX);
- отношение долгосрочных обязательств к общим активам (LTDtoTA);
- показатель рентабельности задействованного капитала (ROCE);
- доли государственного участия и иностранных инвесторов (gov, foreign).

Таблица 3. Анализируемые мировые нефтяные компании

| № п/п | Компания   | Страна                                  |
|-------|--|---|
| 1     | Exxon Mobil                                      | США                                     |
| 2     | Chevron Texaco                                   | США                                     |
| 3     | ConocoPhillips                                   | США                                     |
| 4     | Shell  | Нидерланды, Британия                    |
| 5     | TOTAL  | Франция                                 |
| 6     | ENI (Ente Nazionale Idrocarburi)                 | Италия                                  |
| 7     | «ЛУКОЙЛ»   | Россия                                  |
| 8     | «Роснефть»                                       | Россия                                  |
| 9     | Repsol YPF                                       | Испания и Латинская Америка (Аргентина) |
| 10    | PDVSA (Petróleos de Venezuela, Sociedad Anonima) | Венесуэла                               |
| 11    | Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.)             | Бразилия                                |
| 12    | Petronas (Petroleum Nasional Berhad)             | Малайзия                                |
| 13    | Petrochina                                       | Китай                                   |
| 14    | PEMEX (Petróleos Mexicanos)                      | Мексика                                 |
| 15    | KPC (Kuwait Petroleum Corporation)               | Кувейт                                  |

В Приложении 1 представлена корреляционная таблица для анализируемых показателей. Высокой корреляции (>60%) между показателями не наблюдается.

Для того чтобы определить стадии жизненного цикла организации, был проведен непараметрический тест Манна — Уитни. Нефтяную отрасль представляют зрелые компании, и почти все они платят дивиденды за исключением мексиканской PEMEX и кувейтской KPC, поэтому были выделены две основные стадии жизненного цикла — рост и зрелость. Это означает, что компании, выплачивающие дивиденды, являются зрелыми — данный вывод был получен и в работе Дж. Энтони и К. Рамеша в 1992 г. Как правило, компании, находящиеся на начальных стадиях, дивиденды не выплачивают.

Изучение потоков денежных средств от разных видов деятельности позволяет заключить, что на стадии зрелости в рамках исследуемого периода находились следующие компании —

Exxon Mobil, Shell, Chevron Texaco, TOTAL, ConocoPhillips, Petronas; на стадии роста (в некоторые годы наблюдался переход на стадию зрелости) — PdVSA, PEMEX, Petrochina, Petrobras, ENI, «ЛУКОЙЛ», «Роснефть» и Repsol YPF; на стадии реструктуризации — ConocoPhillips в 2010 г., «Роснефть» в 2006 г. и Repsol YPF в 2013 г.

Рассмотрим результаты проведенного теста Манна — Уитни для разных стадий. Доля выплачиваемых дивидендов относительно чистой прибыли является значимой на 5%-ном уровне. Значимыми оказались также такие показатели, как доля государственного участия в компании, доля иностранных акционеров и отношение долгосрочного займа к активам. Относительная величина изменения инвестиций и чистой прибыли является незначимой. Иными словами, компании, которые находятся на стадиях «рост» и «зрелость», не имеют значимого различия в следующих показателях: изменение чистой прибыли и изменение инвестиций в виде капитальных

расходов. Результаты теста Манна — Уитни представлены в табл. 4.

Далее проведем кластерный анализ, для того чтобы разделить компании по значимым показателям и определить значения этих показателей, характерные для стадий роста и зрелости.

## КЛАСТЕРНЫЙ АНАЛИЗ ПО ЗНАЧИМЫМ ПОКАЗАТЕЛЯМ

За основу был взят иерархический кластерный анализ по значимым показателям, таким как: размер дивидендных выплат относительно чистой прибыли, доля государственного участия, доля иностранных инвесторов и отношение долгосрочного займа к активам. В результате анализа было обнаружено, что в первый кластер попадают 111 наблюдений, а во второй — 61. С помощью программы SPSS 13 компаний (компании КРС и PEMEX не были отнесены ни к одному из кластеров, т.к. они не осуществляли дивидендных выплат за рассматриваемый период) были

распределены по двум кластерам (данные за каждый год рассматривались отдельно). В табл. 5 представлены результаты кластерного анализа. В первый кластер попали предприятия из развитых стран, за исключением российской компании «ЛУКОЙЛ», а во второй кластер — из развивающихся стран, за исключением итальянской ENI. Таким образом, в первый кластер вошли более зрелые компании, а во второй — компании, которые находились на стадии роста (Repsol YPF, Petrobras и ENI в некоторые годы были отнесены к числу зрелых).

В табл. 6 представлена статистика по значимым показателям для компаний, которые попали в разные кластеры. Из нее видно, что средний размер дивидендных выплат относительно чистой прибыли для компаний, находящихся на стадии «зрелость», составил 36%, а для компаний, которые находятся на стадии «рост» — 28%. Можно предположить, что организации, которые находятся на стадии «рост», стараются реинвестировать больше денежных средств в будущие проекты, в то время как зрелые компании стараются

Таблица 4. Результаты теста Манна — Уитни для стадий роста и зрелости

| Показатели        | U-критерий Манна — Уитни | Статистическая значимость (двухсторонняя) |
|-------------------|--------------------------|---|
| <i>DVD</i>        | 2037,5                   | 0,043                                     |
| $\Delta DVD$      | 2287                     | 0,893                                     |
| $\Delta DVDtoDVD$ | 1993                     | 0,931                                     |
| $\Delta NI$       | 2112                     | 0,409                                     |
| $\Delta CAPEC$    | 2108                     | 0,498                                     |
| <i>gov</i>        | 1452,5                   | 0   |
| <i>foring</i>     | 1268,5                   | 0   |
| <i>LTDtoTA</i>    | 1224                     | 0   |
| <i>STDtoTA</i>    | 2341,5                   | 0,859                                     |
| <i>EqtoTA</i>     | 2441                     | 0,147                                     |

Примечание:  $\Delta DVD$  — абсолютное изменение дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли;  $\Delta DVDtoDVD$  — относительное изменение дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли;  $\Delta NI$  — относительное изменение чистой прибыли;  $\Delta CAPEC$  — относительное изменение капитальных затрат; *STDtoTA* — отношение краткосрочного долга к общим активам; *EqtoTA* — отношение собственного капитала к общим активам.

Таблица 5. Результаты кластерного анализа

| № п/п | Компания       | Стадия жизненного цикла (1 — «зрелость», 2 — «рост») |
|-------|----------------|--|
| 1     | Chevron Texaco | 1  |
| 2     | ConocoPhillips | 1  |
| 3     | Exxon Mobile   | 1  |
| 4     | «ЛУКОЙЛ»       | 1  |
| 5     | Shell          | 1  |
| 6     | TOTAL          | 1  |
| 7     | Repsol YPF     | 1,25*  |
| 8     | Petrobras      | 1,4**  |
| 9     | ENI            | 1,8***   |
| 10    | PDVSA          | 2  |
| 11    | Petrochina     | 2  |
| 12    | Petronas       | 2  |
| 13    | «Роснефть»     | 2  |

\* Компания была отнесена ко второму кластеру в 1999, 2012, 2013, 2014 гг.

\*\* Компания была отнесена ко второму кластеру с 1999 по 2004 гг.

\*\*\* Компания была отнесена к первому кластеру в 2011, 2012, 2013 гг.

Таблица 6. Статистические данные по основным показателям для компаний, попавших в разные кластеры

| Кластер | Параметры              | <i>DVD</i> | <i>gov</i> | <i>foreign</i> | <i>LTDtoTA</i> |
|---------|------------------------|------------|------------|----------------|----------------|
| 1       | Количество наблюдений  | 111        | 111        | 111            | 111            |
|         | Минимальное значение   | 0,06       | 0          | 0              | 0,02           |
|         | Максимальное значение  | 0,98       | 0,30300    | 0,19210        | 0,35           |
|         | Среднее значение       | 0,3634     | 0,0368054  | 0,0637655      | 0,1282         |
|         | Медиана                | 0,3099     | 0          | 0,0075000      | 0,1190         |
|         | Стандартное отклонение | 0,19031    | 0,07413304 | 0,07501204     | 0,07749        |
| 2       | Количество наблюдений  | 60         | 61         | 61             | 61             |
|         | Минимальное значение   | 0,00       | 0,50200    | 0              | 0,03           |
|         | Максимальное значение  | 0,83       | 1          | 0,19750        | 0,48           |
|         | Среднее значение       | 0,2800     | 0,8670066  | 0,0350820      | 0,1954         |
|         | Медиана                | 0,2854     | 0,9600000  | 0              | 0,1540         |
|         | Стандартное отклонение | 0,21858    | 0,16202661 | 0,06027346     | 0,12394        |

выплатить больше дивидендов. В то же время предприятия, которые находятся на стадии «зрелость», имеют более низкие темпы роста выручки, чем растущие компании, поэтому процент дивидендов от чистой прибыли для зрелых фирм больше.

Средняя доля государственного участия для первой группы компаний составила 3,6%, для второй — 86,7%. Доля государственного участия в мировых нефтяных компаниях в развивающихся странах заметно выше, чем в развитых странах. Доля присутствия иностранных акционеров для первой группы оказалась в среднем 6,4%, для второй почти в два раза меньше — 3,5%. Показатель отношения долгосрочных обязательств к активам для компаний первого кластера в среднем составил почти 13%, для компаний второго кластера — почти 20%.

Из табл. 6 можно сделать вывод, что более зрелые компании в среднем платят более высокие дивиденды (36%) в сравнении с компаниями, которые находятся на переходном этапе и стадии роста. Таким образом, подтверждается гипотеза, что предприятия стараются выплачивать дивиденды, когда темпы роста и рентабельность снижаются. Такую стратегию демонстрируют компании, находящиеся на стадии зрелости.

Если рассмотреть выборки по двум кластерам, которые мы получили ранее, то на размере дивидендов изменение капитальных расходов сказывается в разной степени. Результаты оценки регрессии представлены в Приложении 2.

Если рассмотреть полученную регрессию для компаний, которые попали в первый кластер:  $DVD = 0,368 - 0,155 \times CAPEX_{next}$ , то коэффициент при независимой переменной «изменение капитальных расходов будущего периода» ( $CAPEX_{next}$ ) при изменении  $CAPEX$  в следующем периоде по отношению к выплаченным дивидендам составил  $-0,155$ , а для компаний из второго кластера —  $-0,094$ . Иными словами, при увеличении  $CAPEX$  на 1% дивидендные выплаты сокращаются в развитых странах в большей степени — на 15%, а в развивающихся лишь на 9%.

## ВЫВОДЫ

Как было показано в статье, на данный момент среди исследователей нет единого мнения относительно дивидендной политики компаний. Авторы используют разные методы оценки дивидендных выплат и получают разные результаты. В данной статье за основу была взята теория жизненного цикла организации, на основе которой был проведен анализ влияния стадии жизненного цикла на уровень дивидендных выплат.

Исследуемые нефтяные компании были разделены на два кластера по значимым переменным, которые существенно отличаются на стадиях роста и зрелости. Значимыми переменными оказались уровень дивидендных выплат, доля государственного участия и доля иностранных инвесторов в акционерном капитале компании, а также уровень долгосрочного долга в общих активах компании. В первый кластер попали предприятия, которые находились на стадии «зрелость», во второй — на стадии «рост». В среднем зрелые компании платят более высокие дивиденды относительно чистой прибыли, чем растущие организации. Данный вывод противоречит сигнальной теории. Из теории жизненного цикла известно, что стадия зрелости характеризуется снижением темпа роста выручки и других показателей в сравнении со стадией роста, и это подтверждается в проведенном исследовании для мировых нефтяных компаний. Средняя доля государственного участия для первой группы компаний составила 3,6%, для второй — 86,7%. Обратная ситуация наблюдается в отношении иностранных акционеров: их доля для первой группы (стадия «зрелость») составила в среднем 6,4%, а для второй (стадия «рост») почти в два раза меньше — 3,5%. Показатель отношения долгосрочных обязательств к активам для зрелых компаний в среднем достигает почти 13%, для растущих компаний — почти 20%, т.е. нефтяные компании, которые находятся на стадии роста, в большей степени используют долговые инструменты для финансирования своих активов.

В статье было рассмотрено влияние инвестиционной и дивидендной политики на деятельность компаний, которые находятся на разных стадиях жизненного цикла. Поскольку средства на выплату дивидендов и инвестиции получают из чистой

прибыли компании, дивиденды, как правило, платятся в конце года, а инвестиции отображаются уже в следующем году. Именно поэтому в данной статье были проанализированы относительные капитальные расходы будущего года к текущему.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Дивиденды российских компаний растут благодаря правительству. — <http://stocks.investfunds.ru/news/92985/>.
2. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. — 2006 — №11. — С. 60–67.
3. Anthony J.H., Ramesh K. (1992). «Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the lifecycle hypothesis». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp. 203–227.
4. Benartzi S., Michaely R., Thaler R.H. (1997). «Do changes in dividends signal the future or the past?» *Journal of Finance*, Vol. 52 (July), pp. 1007–1034.
5. Bruwer W.S., Hamman W. (2008). «How can cash-flow patterns assist analysts in investigating a company's financial health?» *Corporate Culture*, February, pp. 21–24.
6. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. (2004). «Are dividends disappearing? Dividend concentration and consolidation of earnings». *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, No. 3, pp. 425–456.
7. De Angelo H., de Angelo L., Stulz R.M. (2006). «Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory». *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, pp. 227–254.
8. Dickinson V. (2011). «Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle». *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 6, pp. 1969–1994.
9. Fama E.F., French K.R. (2000). «Forecasting profitability and earnings». *Journal of Business*, Vol. 72 (April), pp. 161–175.
10. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. (2002). «Are dividend changes a sign of firm maturity?» *Journal of Business*, Vol. 75 (July), pp. 387–424.
11. John K., Williams J. (1985). «Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium». *Journals of Finance*, Vol. 40 (September), pp. 1053–1070.
12. Miller M., Rock K. (1985). «Dividend policy under asymmetric information». *Journal of Finance*, Vol. 40 (September), pp. 1031–1051.
13. Nissim D., Ziv A. (2001). «Dividend changes and future profitability». *Journal of Finance*, Vol. 56 (December), pp. 2111–2133.



**ПРИЛОЖЕНИЕ 1.**  
Корреляционная таблица

| Показатели            | Параметры парной корреляции             | DVD      | $\Delta DVDtoDVD$ | $\Delta DVDtoDVDlast$ | $\Delta NI$ | $\Delta CAPEX$ | $\Delta CAPEX_{next}$ | LTDtoTA | STDtoTA | EqtoTA |
|-----------------------|---|----------|-------------------|-----------------------|-------------|----------------|-----------------------|---------|---------|--------|
| DVD                   | Коэффициент корреляции Пирсона          | 1        | 0,264**           | 0,230**               | -0,351**    | -0,256**       | -0,244**              | -0,056  | -0,008  | -0,147 |
|                       | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | —        | 0,001             | 0,006                 | 0           | 0,001          | 0,003                 | 0,479   | 0,918   | 0,057  |
|                       | Количество наблюдений                   | 170      | 153               | 143                   | 156         | 156            | 146                   | 163     | 162     | 169    |
| $\Delta DVDtoDVD$     | Коэффициент корреляции Пирсона          | 0,264**  | 1                 | 0,333**               | -0,580**    | -0,052         | -0,041                | -0,111  | 0,043   | 0,108  |
|                       | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,001    | —                 | 0                     | 0           | 0,522          | 0,633                 | 0,177   | 0,601   | 0,183  |
|                       | Количество наблюдений                   | 153      | 153               | 137                   | 151         | 151            | 141                   | 149     | 148     | 153    |
| $\Delta DVDtoDVDlast$ | Коэффициент корреляции Пирсона          | 0,230**  | 0,333**           | 1                     | -0,295**    | -0,041         | -0,064                | 0,006   | -0,024  | 0,105  |
|                       | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,006    | 0                 | —                     | 0           | 0,632          | 0,475                 | 0,941   | 0,772   | 0,199  |
|                       | Количество наблюдений                   | 143      | 137               | 151                   | 143         | 142            | 128                   | 147     | 147     | 151    |
| $\Delta NI$           | Коэффициент корреляции Пирсона          | -0,351** | -0,580**          | -0,295**              | 1           | 0,119          | 0,232**               | 0,071   | 0,001   | -0,081 |
|                       | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0        | 0                 | 0                     | —           | 0,131          | 0,005                 | 0,372   | 0,990   | 0,302  |
|                       | Количество наблюдений                   | 156      | 151               | 143                   | 164         | 162            | 148                   | 159     | 158     | 164    |
| $\Delta CAPEX$        | Коэффициент корреляции Пирсона          | -0,256** | -0,052            | -0,041                | 0,119       | 1              | 0,070                 | 0,199*  | -0,068  | 0,032  |
|                       | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,001    | 0,522             | 0,632                 | 0,131       | —              | 0,397                 | 0,012   | 0,398   | 0,688  |
|                       | Количество наблюдений                   | 156      | 151               | 142                   | 162         | 164            | 150                   | 158     | 157     | 164    |

**ПРИЛОЖЕНИЕ 1.**  
Корреляционная таблица (продолжение)

| Показатели                              | Параметры парной корреляции             | DVD      | $\Delta DVDtoDVD$ | $\Delta DVDtoDVDlast$ | $\Delta NI$ | $\Delta CAPEX$ | $\Delta CAPEX_{next}$ | LTDtoTA  | STDtoTA  | EqtoTA   |
|---|---|----------|-------------------|-----------------------|-------------|----------------|-----------------------|----------|----------|----------|
| <b><math>\Delta CAPEX_{next}</math></b> | Коэффициент корреляции Пирсона          | -0,244** | -0,041            | -0,064                | 0,232**     | 0,070          | 1                     | 0,102    | -0,060   | 0,009    |
|   | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,003    | 0,633             | 0,475                 | 0,005       | 0,397          | —                     | 0,220    | 0,474    | 0,917    |
|   | Количество наблюдений                   | 146      | 141               | 128                   | 148         | 150            | 150                   | 145      | 144      | 150      |
| <b>LTDtoTA</b>                          | Коэффициент корреляции Пирсона          | -0,056   | -0,111            | 0,006                 | 0,071       | 0,199*         | 0,102                 | 1        | 0,116    | -0,539** |
|   | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,479    | 0,177             | 0,941                 | 0,372       | 0,012          | 0,220                 | —        | 0,131    | 0        |
|   | Количество наблюдений                   | 163      | 149               | 147                   | 159         | 158            | 145                   | 171      | 170      | 171      |
| <b>STDtoTA</b>                          | Коэффициент корреляции Пирсона          | -0,008   | 0,043             | -0,024                | 0,001       | -0,068         | -0,060                | 0,116    | 1        | -0,394** |
|   | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,918    | 0,601             | 0,772                 | 0,990       | 0,398          | 0,474                 | 0,131    | —        | 0        |
|   | Количество наблюдений                   | 162      | 148               | 147                   | 158         | 157            | 144                   | 170      | 170      | 170      |
| <b>EqtoTA</b>                           | Коэффициент корреляции Пирсона          | -0,147   | 0,108             | 0,105                 | -0,081      | 0,032          | 0,009                 | -0,539** | -0,394** | 1        |
|   | Значимость коэффициента (двухсторонняя) | 0,057    | 0,183             | 0,199                 | 0,302       | 0,688          | 0,917                 | 0        | 0        | —        |
|   | Количество наблюдений                   | 169      | 153               | 151                   | 164         | 164            | 150                   | 171      | 170      | 178      |

\* Корреляция значима на уровне 0,05 (двухсторонняя).

\*\* Корреляция значима на уровне 0,01 (двухсторонняя).

Примечание:  $\Delta DVDtoDVDlast$  — изменение размера дивидендных выплат по отношению к аналогичному показателю за прошлый период;  $\Delta CAPEX_{next}$  — относительное изменение капитальных расходов будущего периода.

**ПРИЛОЖЕНИЕ 2.**

Результаты регрессионного анализа зависимости уровня дивидендных выплат и капитальных расходов будущего периода

1. Компании первого кластера, модель:  $DVD = 0,368 - 0,155 \times CAPEX_{next}$ .

**Сводка для модели.**

| Модель | R для отобранных кластеров<br>(значение равно 1) | R <sup>2</sup> | Скорректированный R <sup>2</sup> | Стандартная ошибка оценки |
|--------|--|----------------|----------------------------------|---------------------------|
| 1      | 0,216*   | 0,047          | 0,037                            | 0,17865                   |

\* Предикторы: константа,  $\Delta CAPEX_{next}$ .

**Дисперсионный анализ**

| Модель    | Сумма квадратов | Число степеней свободы | Средний квадрат | F     | Значимость |
|-----------|-----------------|------------------------|-----------------|-------|------------|
| Регрессия | 0,150           | 1                      | 0,150           | 4,703 | 0,033*     |
| 1 Остаток | 3,064           | 96                     | 0,032           | —     | —          |
| Итого     | 3,214           | 97                     | —               | —     | —          |

\* Предикторы: константа,  $\Delta CAPEX_{next}$ .

Примечание: зависимая переменная — DVD; отобраны только те случаи, где значение показателя кластера равно 1.

**Коэффициенты.**

| Модель                | Нестандартизованные коэффициенты |                    | Стандартизованный коэффициент $\beta$ | t      | Значимость |
|-----------------------|----------------------------------|--------------------|---------------------------------------|--------|------------|
|                       | B                                | Стандартная ошибка |                                       |        |            |
| 1 Константа           | 0,368                            | 0,020              | —                                     | 18,275 | 0          |
| $\Delta CAPEX_{next}$ | -0,155                           | 0,071              | -0,216                                | -2,169 | 0,033      |

Примечание: зависимая переменная — DVD; отобраны только те случаи, где значение показателя кластера равно 1.

2. Компании второго кластера, модель:  $DVD = 0,358 - 0,094 \times CAPEX_{next}$ .

**Сводка для модели.**

| Модель | R для отобранных кластеров<br>(значение равно 2) | R <sup>2</sup> | Скорректированный R <sup>2</sup> | Стандартная ошибка оценки |
|--------|--|----------------|----------------------------------|---------------------------|
| 1      | 0,302*   | 0,091          | 0,069                            | 0,19582                   |

\* Предикторы: константа,  $\Delta CAPEX_{next}$ .

**ПРИЛОЖЕНИЕ 2.**

Результаты регрессионного анализа зависимости уровня дивидендных выплат и капитальных расходов будущего периода (продолжение)

**Дисперсионный анализ.**

|   | Модель    | Сумма квадратов | Число степеней свободы | Средний квадрат | F     | Значимость |
|---|-----------|-----------------|------------------------|-----------------|-------|------------|
|   | Регрессия | 0,157           | 1                      | 0,157           | 4,100 | 0,049*     |
| 1 | Остаток   | 1,572           | 41                     | 0,038           | —     | —          |
|   | Итого     | 1,729           | 42                     | —               | —     | —          |

\* Предикторы: константа,  $\Delta CAPEX_{next}$ .

Примечание: зависимая переменная — DVD; отобраны только те случаи, где значение показателя кластера равно 2.

**Коэффициенты.**

|   | Модель                | Нестандартизованные коэффициенты |                    | Стандартизованный коэффициент $\beta$ | t      | Значимость |
|---|-----------------------|----------------------------------|--------------------|---------------------------------------|--------|------------|
|   |                       | B                                | Стандартная ошибка |                                       |        |            |
| 1 | Константа             | 0,358                            | 0,033              | —                                     | 10,999 | 0          |
|   | $\Delta CAPEX_{next}$ | -0,094                           | 0,047              | -0,302                                | -2,025 | 0,049      |

Примечание: зависимая переменная — DVD; отобраны только те случаи, где значение показателя кластера равно 2.