# Инвестиции и дивиденды

**2014**

**Вернуться в каталог готовых дипломов и магистерских диссертаций –**

[**http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml**](http://учебники.информ2000.рф/diplom.shtml)

**Введение**

Современная теория корпоративных финансов говорит о том, что инвестиционные и дивидендные решения компаний связаны между собой. На выплату дивидендов направляется свободный денежный поток компании, который в общем виде представляет собой доходы компании за вычетом расходов и инвестиций (Брейли, Майерс, 1997).

Согласно теореме Миллера и Модильяни (Miller, Modigliani, 1961) на совершенном рынке капитала стоимость фирмы не зависит от способа, который она выбирает для финансирования инвестиций. Выбирая оптимальный уровень инвестиций, компания может выплачивать любой уровень дивидендов, используя внешнее финансирование. Фама и Миллер (Fama, Miller, 1972) ввели термин «принцип разделения», который означает, что дивидендная политика не должна оказывать влияния на инвестиционные решения.

[**Вернуться в каталог дипломов по менеджменту**](http://учебники.информ2000.рф/management3/management3.shtml)

[**Написание на заказ курсовых, контрольных, дипломов...**](http://заказ.информ2000.рф/student.shtml)

[**Написание на заказ научных статей, диссертаций...**](http://заказ.информ2000.рф/dissertation.shtml)

[**ШКОЛЬНИКАМ: онлайн-репетиторы и курсы**](http://заказ.информ2000.рф/shkolnik.shtml)

[**Приглашаем авторов**](http://заказ.информ2000.рф/avtor.shtml)

Однако на несовершенном рынке дивидендная политика может влиять на инвестиционные решения компании. Когда менеджеры располагают большей информацией о состоянии активов компании и инвестиционных проектах, чем внешние инвесторы, возникают проблемы неблагоприятного отбора и морального риска, которые сдерживают доступ компании к внешнему финансированию (Jensen and Meckling, 1976; Myers and Majluf 1984). Таким образом, вследствие появления на рынке асимметрии информации возникает конкуренция между инвестициями и дивидендами за внутренние ресурсы. С учетом того, что компании не склонны снижать дивиденды (Lintner, 1956), выплата дивидендов может вынуждать компании отказываться от выгодных инвестиционных проектов. Данный тезис доказан несколькими исследованиями. Например, Брав, Грехем, Харви и Микаэли (Brav et al., 2005) отмечают, что многие менеджеры рассматривают задачу поддержания дивидендов на определенном уровне как «неприкосновенную», поэтому готовы отказаться от инвестиционных проектов. Также, Дениэл и др. (Daniel et al., 2010) подтверждают, что компании, испытывающие недостаток наличности, сокращают инвестиционные затраты с целью сохранить уровень дивидендов прежним.

Данная работа посвящена исследованию роли финансовой отчетности при принятии управленческих решений в компании. Для проведения данного исследования необходимо выполнить следующие задачи:

а) Проанализировать имеющийся объем работ о взаимосвязи инвестиционных и дивидендных решений компаний;

б) Построить модель, позволяющую определить роль финансовой отчетности при принятии управленческих решений в компании;

в) Провести эмпирический анализ данных.

Предметом исследования является взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений компаний. Объект исследования - финансовая отчетность российских компаний.

Данные финансовой отчетности российских компаний, используемые в работе, получены из Системы профессионального анализа рынков и компаний (Информационный ресурс СПАРК).

Результаты исследования могут быть использованы инвесторами при формировании инвестиционного портфеля с включением акций с дивидендными выплатами, а также применяться при реализации компанией финансового управления. Кроме этого, результаты работы могут быть полезны в научно-исследовательской деятельности, направленной на изучение структуры капитала компании.

**1. Исследования в области взаимосвязи инвестиционной и дивидендной политик компаний**

инвестиционный дивидендный управленческий решение

Дивиденды - это доходы, которые выплачиваются акционерам на каждую акцию из прибыли акционерного общества.

Инвестиционная политика компании требует определения и проведения предприятием дивидендной политики. Дивидендная политика важна для организации по нескольким причинам:

 во-первых, дивидендная политика оказывает влияние на отношения с инвесторами: акционеры негативно относятся к компаниям, которые сокращают дивиденды, потому что связывают такое сокращение с финансовыми трудностями и могут продать акции, влияя, таким образом, на снижение их рыночной цены;

 во-вторых, дивидендная политика влияет на финансовую программу и бюджет капиталовложений предприятия;

 в-третьих, дивидендная политика воздействует на движение денежных средств компании (например, если компании имеет достаточно небольшой уровень ликвидности, то она вынуждена ограничить выплаты дивидендов);

 в-четвертых, дивидендная политика сокращает собственный капитал, так как дивиденды выплачиваются из нераспределенной прибыли.

Формирование рациональной структуры капитала - одна из важнейших проблем корпоративных финансов. Между структурой капитала и дивидендной политикой компании есть взаимосвязь. Она проявляется в том, что структура капитала зависит от рентабельности собственных средств и определения доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов и на развитие производства. В случае высокой рентабельности собственного капитала направление чистой прибыли на пополнение оборотных активов возможно без уменьшения выплат акционерам.

Между внутренним (за счет чистой прибыли) и внешним (за счет кредитов, займов, эмиссии акций) финансированием существует связь, но это не означает, что данные источники средств взаимозаменяемы. Достаточный объем собственного капитала увеличивает доверие к ней акционеров, кредиторов и других партнеров. В конечном итоге, возврат кредитов и займов могут обеспечить только собственные средства.

Для повышения надежности в глазах кредитора компании могут проводить политику постоянного возобновления заемных средств, которые привлекаются на краткосрочный период на цели долгосрочного финансирования высокоэффективных мероприятий. Суть данной политики заключается в том, что компания берет денежные средства у кредиторов на краткосрочный период и вовремя производит погашение ссуды.

Из-за нестабильной обстановки на фондовом рынке организации могут быть ограничены в использовании долевого и долгового финансирования (эмиссии акций и облигаций), поэтому им необходимо поддерживать хорошую кредитную историю.

Как правило, основной целью оптимизации структуры капитала является установление такого соотношения между заемным и собственным капиталом, при котором стоимость акций компании будет давать максимальное значение.

Стоит отметить, что уровень задолженности служит для инвестора индикатором оценки финансовой устойчивости компании. Высокий уровень заемных средств в финансовой отчетности организации свидетельствует о повышении уровня риска банкротства заемщика. Однако, если компания располагает только собственными источниками средств, то, несмотря на уменьшение риска потери финансового равновесия, акционеры могут не получить дивиденды. В этом случае появляется риск того, что акционеры могут начать продажу своих акций, снижая этим их стоимость.

Новая эмиссия акций компаний, которые давно работают на фондовом рынке, расцениваются инвесторами как сигнал возможной финансовой нестабильности этих компаний. В то врем как привлечение заемных средств - как хороший или нейтральный сигнал.

Исследования, посвященные теме взаимосвязи инвестиционной и дивидендной политики, можно разделить на три группы:

) работы, в которых проверяется «принцип разделения» Фамы и Миллера (Fama, Miller, 1972);

) работы, в которых проверяется связь между инвестициями и дивидендами в условиях асимметрии информации;

) работы, в которых проверяется взаимосвязь инвестиций и дивидендов на развивающихся рынках капитала.

Первая часть работ, посвященная теме взаимосвязи инвестиционной и дивидендной политик компаний, относится ко второй половине двадцатого века. Как уже было сказано, данные исследования направлены на подтверждение, либо на опровержение принципа разделения, который означает, что дивидендная политика не должна оказывать влияния на инвестиционные решения.

Согласно теореме Миллера и Модельяни (Miller, Modigliani, 1961) на совершенном рынке капитала стоимость фирмы не зависит от способа, который она выбирает для финансирования инвестиций. В случае выбора оптимального уровня инвестиций, организация может уплачивать дивиденды в любом размере, используя, в том числе, внешнее финансирование. Другими словами, вначале компания определяет уровень инвестиций, потом размер дивидендов и, наконец, способ финансирования. Обоснование теоремы состоит в следующем: если компания выбирает финансирование за счет заемного капитала, то владельцы акций организации предпочтут продать часть акций своего предприятия и восполнить недостаток в финансовых ресурсах за счет собственных средств. Проблемы в части соотношения собственного и заемного капиталов, уровня выплаты дивидендов возникают вследствие воздействия налоговой системы и несовершенства рынка капитала.

Фама и Миллер ввели термин «принцип разделения» (Fama, Miller, 1972). Он означает, что дивидендная политика не должна влиять на принятие инвестиционных решений. В некоторых работах экономистов принцип разделения подтверждается (Fama, 1974), в некоторых, нет (Dhrymes, Kurz, 1967; Higgins, 1972). Тезис о влиянии дивидендной политики на инвестиционные решения является спорным.

Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум одними из первых (McDonald, Jacqnillat & Nussenbaum, 1975) проверили наличие связи между инвестиционными и дивидендными решениями на основе выборки, состоящей не из американских, а из французских компаний. В выборку входят данные по 75 французским компаниям в период с 1962 по 1968 гг. В отличие от результатов Драймса и Курца (анализировали компании США), а также Хиггинса (также проводил исследование на основе данных американских компаний), авторы доказали отсутствие влияния инвестиций на дивидендные решения. В то же время, согласно результатам Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум, дивидендные решения, наоборот, положительно влияют на уровень инвестиций. В работе авторы применяют двухшаговый метод наименьших квадратов. Отмечено, что оценки, полученные данным методом, сопоставимы с оценками при использовании обычного метода наименьших квадратов. В качестве переменных взяты: инвестиции, дивиденды и внешнее финансирование:

*F = I +D - (P + Depr) + (Wk-Wkt-1) (1)*

где: *F* - объем внешнего финансирования;

*(I+D)* - валовые инвестиции + дивиденды;

*(P + Depr)* - прибыль + амортизация;

*(Wk-Wkt-1)* - изменения в чистом оборотном капитале (текущие активы - текущие обязательства).

Для создания однородной выборки, Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум делят все переменные на размер фирмы (S):

F/S = c0 + c1 \* (I / S) + c2 \* (D / S) + c3 \* (P / S) + c4 \* (Depr / S) + c5 \* (Wk / S) + c6 \* (LTD / S) + u (2)

где c - оцениваемые коэффициенты;

u - ошибка;

LTD - долгосрочный долг.

Стоит отметить, что на результаты исследований большое влияние оказывает способ оценки. Так, Драймс и Курц, как и Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум использовали два способа - обычный метод наименьших квадратов и двухшаговый метод наименьших квадратов. Если у французских экономистов оба способа выдали одинаковые результаты, то результаты американских авторов диаметрально изменялись при использовании разных методов. Для устранения данной двойственности Смирлок и Маршалл (Smirlock & Marshall, 1983) в своей работе использовали другой способ выявления связи между инвестиционными и дивидендными решениями компании - тест Гренджера на выявление причинно-следственной связи между инвестициями и дивидендами. Анализ проводился на основе данных 194 компаний США за период с 1958 по 1977. Результатом тестирования является вывод об отсутствии связи между изучаемыми решениями.

Идея теста Гренджера заключается в том, что значения ряда X, являющегося причиной изменений временного ряда Y, должны предшествовать изменениям этого временного ряда, и кроме того, должны вносить значимый вклад в прогноз его значений. Если каждая из переменных вносит значимый вклад в прогноз другой, то, возможно, существует некоторая другая переменная, которая влияет на оба.

В тесте Грэнджера последовательно проверяются две гипотезы: «x не является причиной y по Грэнджеру» и «у не является причиной x по Грэнджеру». Для проверки этих гипотез строятся две регрессии, причем в каждой регрессии зависимой переменной является одна из проверяемых на причинность переменных. То есть Смирлок и Маршалл (Smirlock & Marshall, 1983) построили сначала уравнение, зависимой переменной которого вначале являются инвестиции, потом дивиденды.

Таблица 1. Исследования, тестирующие взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений (1)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Автор | Выборка | Связь инвестиций и дивидендов |
| Fama, 1974 | США | дивиденды не влияют на инвестиции |
| McDonald, Jacqnillat, Nussenbaum (1975) | Франция 1962-1968 гг. 75 компаний | инвестиции не влияют на дивиденды; дивиденды положительно влияют на инвестиции |
| Dhrymes, Kurz (1967) | США 1951-1960 гг. 181 компания | инвестиции влияют на дивиденды (знак меняется в зависимости от эконометрического метода); дивиденды влияют на инвестиции (знак меняется в зависимости от эконометрического метода) |
| Higgins, R.C. (1972) | США 1961-1965 гг. 117-123 фирм | инвестиции имеют отрицательное влияние на дивиденды; дивиденды не влияют на инвестиции |
| Smirlock, Marshall (1983) | США 1958-1977 гг. 194 фирмы | инвестиции не влияют на дивиденды; дивиденды не влияют на инвестиции |

Вторая группа работ посвящена исследованию связи инвестиций и дивидендов в условиях асимметрии информации.

В экономике под асимметрией понимается неполнота информации для одного из участников рыночной сделки. Асимметрия информации - это разная осведомленность агентов рынка об условиях сделки и намерениях друг друга.

Понятие «асимметрия информации» является основой теории агентства, которая основывается на моделировании контактных отношений, где все участники предполагаются совершенно рациональными и обладают разной информацией относительно ряда ключевых переменных.

Существует три основных эффекта асимметрии информации: неблагоприятный отбор, моральный риск и проблема принципал-агент.

Эффект неблагоприятного отбора заключается в том, что более информированные агенты, стремясь максимизировать своё благосостояние, совершают действия, которые негативным образом сказываются на благосостоянии остальных участников взаимодействия. Оппортунизм предполагает осознанное желание выиграть за счет своего контрагента, а принцип неблагоприятного отбора характеризует стихийный оппортунизм. Принципалу неизвестны либо характеристики товара или услуги, которой он собирается приобрести, либо тип агента, с которым он собирается заключить контракт. Например, в модели Акерлофа (Akerlof, 1970), на рынке подержанных автомобилей покупателю неизвестно качество конкретной машины. Цены определяются средним качеством машин, представленных на рынке. При постоянной цене, продавцу становится невыгодно продавать качественные машины. Среднее качество машин, и, в конечном счёте, цена постепенно падает до нуля, и рынок исчезает. Рыночные механизмы спроса и предложения работают неэффективно. Когда в качестве условия сделки выдвигается минимальный набор измеряемых параметров, полученная в результате выборка чаще всего будет хуже ожидаемой. Она не будет средней, а сместится в сторону худшего набора параметров, которые не учитывались примененной классификацией.

Если рассмотреть общий случай, то принципал предложит набор контрактов различным типам более информированных агентов, которые выберут один и тот же контракт, максимизирующий их полезность, и прибыль принципала уменьшится.

Майерс (Myers, 1984) доказал, что из-за проблемы неблагоприятного отбора компании предпочитают внутреннее финансирование внешнему. Когда внешнее финансирование является необходимым, для компании предпочтительнее выпустить долг, чем проводить эмиссию ценных бумаг. Это объясняется тем, что информационные затраты, связанные с эмиссией долга, ниже, чем затраты, связанные с эмиссией акций. Данное утверждение проверено Шиам-Сандера и Майерсом с помощью эмпирических моделей (Shyam-Sunder, Myers, 1999).

Моральный риск возникает при действиях экономических агентов по максимизации их собственной полезности в ущерб другим, в случае, когда они не ощущают полностью последствий (или не пользуются полными выгодами) своих действий по причине неопределенности и неполноты контрактов, которые препятствуют возложению ущерба (или получению выгод) на соответствующего агента.

Моральный риск возникает при выполнении следующих условий:

 интересы исполнителя и заказчика не совпадают, исполнитель преследует свои собственные интересы в ущерб интересам заказчика;

 исполнители застрахованы от неблагоприятных последствий своих действий;

 заказчик не в состоянии осуществлять полный контроль и совершенное принуждение.

Проблема «принципал-агент» заключается в манипулировании агентом принципала при выполнении поручений и предписаний. Другими словами, это конфликт интересов участников экономического соглашения, при котором агент, пользуясь асимметрией информации, может преследовать собственную выгоду.

Из работ, посвященных проблеме асимметрии информации, можно выделить две важные гипотезы.

1) Сигнальная гипотеза заключается в том, что внутренняя информация о компании доводится до участников рынка через сигналы, в роли которых выступают изменения в дивидендном доходе. Это значит, что если менеджеры меняют размер обычных дивидендов только при серьезном изменении будущей прибыли компании, то изменение размера дивидендов можно рассматривать как индикатор того, как пойдут дела у организации в будущем. Ряд работ экономистов (Bhattacharya, 1979, John и Williams, 1985; Miller и Rock, 1985) посвящены ответу на вопрос, является ли изменение дивидендов сигналом устойчивости текущего роста прибыли или нет.

) Агентская гипотеза основывается на конфликте интересов различных стейкхолдеров компании, прежде всего собственников и менеджеров, возникающего из-за информационной асимметрии. Данная гипотеза подразумевает, что менеджеры, увеличивая размер выплачиваемых дивидендов, могут решить проблему излишнего инвестирования (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Рамалингеговд, Ванг и Ю (Ramalingegowda, Wang, Yu, 2013) рассматривают роль финансовой отчетности в смягчении ограничивающего эффекта дивидендной политики на инвестиционные решения компании. В их выборку входит 41 475 наблюдений за период с 1994 по 2010 гг. (выборка состоит из компаний США). Авторы пришли к выводу, что высокое качество финансовой отчетности снижает асимметрию информации, снижая риски инвесторов, и, следовательно, улучшает доступ к внешним источникам финансирования. В свою очередь свободный доступ к дополнительному финансированию позволяет компаниям не отказываться от ценных инвестиционных проектов. Помимо упомянутой гипотезы, экономисты рассматривают и дополнительные. Так, они полагают, что роль финансовой отчетности различается для разных типов инвестиций. По сравнению с капитальными затратами, расходы на НИОКР имеют больше неопределенности в вопросе о будущих выгодах, а потому и больше асимметрии информации между менеджерами и внешними инвесторами. Поэтому смягчающий эффект публикации отчетности высокого качества будет сильнее для инвестиций в НИОКР. Дополнительно авторы считают, что смягчающий эффект будет особенно сильным для компаний, чья стоимость включает в себя возможности роста (определяются через прокси-переменную Q-Тобина). Будущие денежные потоки возможностей роста неосязаемы, что также усугубляет проблему асимметрии информации.

Важно заметить, что работа Рамалингеговда, Ванга и Ю доказывает, что дивиденды отрицательно влияют на уровень инвестиций. Кроме того, высокое качество финансовой отчетности действительно смягчает ограничения, накладываемые дивидендами на инвестиции.

Таблица 2. Исследования, тестирующие взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений (2)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Автор | Выборка | Связь инвестиций и дивидендов |
| Ramalingegowda, Wang, Yu (2013) | США 1994-2010 гг. 41 475 наблюдений | дивиденды отрицательно влияют на инвестиции |

Современные исследования, посвященные анализу взаимосвязи инвестиционных и дивидендных решений, проводятся на базе развивающихся рынков капитала.

Исследование Мартинса и Новаэса (Martins & Novaes, 2012) включает в себя проверку агентской дивидендной гипотезы на развивающемся рынке Бразилии. В работе Ла Порта и др. (La Porta et al., 1998) говорится о том, что в странах с гражданско-правовой системой наблюдается слабая защита миноритариев, поэтому необходимы дополнительные меры защиты инвесторов. Одной из мер подобной защиты можно обозначить правило обязательной выплаты дивидендов, которое, на сегодняшний день, действует в Бразилии, Чили, Колумбии, Греции и Венесуэле. Мартинс и Новаэс пришли к выводу, что, не смотря на активное использование компаниями способов избежания обязательной выплаты дивидендов, законодательно закрепленные правила являются эффективными. Например, средняя дивидендная доходность в Бразилии выше, чем в США.

Большинство стран, в том числе и Россия, не вводит такое правило, так как оно может привести к сокращению внутренних фондов компании и уменьшению возможностей для инвестирования.

Согласно российскому законодательству (статья 42 пункт 2, ФЗ №208 от 26.12.1995) источником выплаты дивидендов является прибыль общества после уплаты налогов в пользу государства и отчислений в обязательные фонды. При этом, «размер дивидендов не может быть больше размера дивидендов, рекомендованного советом директоров общества» (п. 4, ФЗ №208 от 26.12.1995). Таким образом, в России акционеры получают дивиденды только в случае положительной чистой прибыли и в размере, рекомендованном наблюдательным советом. Размер выплат зависит от дивидендной политики, проводимой компанией. Если рыночная цена акции испытывает понижательную тенденцию, то одним из путей преодоления последней является увеличение размера дивидендного дохода, приходящегося на акцию.

Мартинс и Новаэс на примере бразильских компаний (216 организаций) проверяют, действительно ли правила обязательной выплаты дивидендов уменьшают возможности компании для инвестирования. Авторы делают вывод о том, что компании, которые выплачивают дивиденды, инвестируют на 7.3% меньше, чем неплательщики в годы экономического подъема (2005-2007). В годы спада (2009), наоборот, компании, которые выплачивают дивиденды, инвестируют на 9.4% больше. Однако выявленные зависимости являются незначимыми на 10% уровне значимости - гипотеза о том, что обязательные дивиденды снижают уровень инвестиций, опровергается.

Бхадури и Дурай (Bhaduri, Durai, 2006) анализируют взаимосвязь инвестиций и дивидендов на индийских компаниях (265 организаций) и приходят к выводу, что дивиденды и инвестиции взаимосвязаны. При этом они разбивают данные на две подгруппы по ожидаемым возможностям роста: в компаниях с высоким ожидаемым ростом дивиденды влияют на инвестиции; в компаниях с низкими возможностями роста влияние обоюдное.

Таблица 3. Исследования, тестирующие взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений (3)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Автор | Выборка | Связь инвестиций и дивидендов |
| Martins, T.C., Novaes (2012) | Бразилия 2005-2009 гг. 216 (база Economatica) | дивиденды не влияют на инвестиции |
| Bhaduri S.N., S.R. Durai (2006) | Индия 1992-2004 гг. 265 компаний (база Capital Online) | инвестиции положительно влияют на дивиденды; дивиденды положительно влияют на инвестиции |

В рассмотренных исследованиях, которые посвящены развивающимся рынкам, нет анализа выводов: почему между инвестициями и дивидендами существует или отсутствует связь. Ответ на этот вопрос лежит в особенностях развивающихся рынков. Например, Михайлив и Заунера (Mykhayliv, Zauner, 2013) говорят о том, что в развивающихся странах на инвестиционную активность компаний значительно влияет наличие частных выгод от контроля, тоннелирования и возможности продажи активов с индивидуальной выгодой. Крайними формами частных выгод от контроля являются злоупотребление служебным положением, мошенничество, кража, скрытая скупка акций, инсайдерская торговля, трансфертное ценообразование, излишняя компенсация топ-менеджмента, экспроприация и др.

Таким образом, можно говорить о том, что результаты взаимосвязи инвестиций и дивидендов на развивающемся рынке могут значительно отличаться от результатов, которые получают экономисты, занимающиеся исследованием данной проблемы на развитом рынке вследствие несовершенства корпоративного управления. Есть ряд российских исследований, которые рассматривают особенности управления компанией на развивающемся рынке.

Петраков Н.Я. (Петраков, 2004) в статье, посвященной политике российских компаний в распределении доходов и использовании кредитных ресурсов, говорит об отсутствии связи между инвестиционными и дивидендными решениями. В частности, автор приводит пример про энергетическую отрасль российской промышленности, которая распределяет дешевую прибыль компании на выплату дивидендов (от 40 до 100% чистой прибыли), а инвестиции в компанию вкладывает за счет дорогих источников внешнего инвестирования (средства, собранные на фондовом рынке, и банковские кредиты).

Также тему инвестиций и дивидендов в России, среди прочих вопросов, поднимает Шагалеева Г.Б. (Шагалеева, 2011). Автор, на основе данных 97 российских, 31 польских и 13 венгерских компаний показывает, что организации на развивающихся рынках капитала характеризуются более низким уровнем дивидендов. Средний коэффициент дивидендных выплат в российских компаниях, попавших в выборку, составляет 16,23%, в польских - 28,6%, в венгерских - 15,1%. В США этот показатель около 40%.

Кроме этого, развивающийся рынок капитала характеризуется нестабильностью дивидендных выплат. Полученные результаты показывают наличие общего тренда в дивидендной политике на развитых рынках, который заключается в снижении доли компаний, выплачивающих дивиденды. Напротив, на развивающихся рынках (России, Польши и Венгрии) такого общего тренда нет. Более того, если на рынке США доказано наличие эффекта «липкости» по дивидендам, когда выплаты текущего периода существенно коррелируют с выплатами прошлых периодов, то на развивающихся рынках такой эффект менее значим.

В развитых странах компании, как правило, стабильно выплачивают не только годовые дивиденды, но и промежуточные, в отличие от развивающихся стран. Причем для стран с развитой экономикой характерна фиксация дивидендов от консолидированной прибыли корпорации. К примеру, в Германии материнская компания бизнес группы при определении своей дивидендной политики формально учитывает лишь нераспределенную прибыль. Однако на практике при принятии дивидендных решений фундаментальную роль играют консолидированная финансовая отчетность группы. Если дивиденды компании, входящей в холдинг, не отражают результат всей бизнес группы, акционеры имеют право потребовать объяснений, либо повышения дивидендов.В странах с развивающейся экономикой, наоборот, дивиденды рассчитываются как доля от чистой неконсолидированной прибыли, определяемой, например, в России согласно российским стандартам бухгалтерского учета.Это не соответствует ожиданиям внешних инвесторов, так как не показывает финансовый результат всего холдинга.

Таблица 4. Отличия между странами с развитым рынком капитала и развивающимся рынком

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Критерий сравнения | Развитый рынок капитала | Развивающийся рынок капитала |
| *Уровень дивидендных выплат* | дивидендный доход компаний на развивающихся рынках ниже, чем на развитых |
| *Периодичность выплаты дивидендов* | годовые, промежуточные выплаты | годовые, экстра-дивиденды |
| *Расчет дивидендных выплат* | фиксация дивидендов от консолидированной прибыли корпорации | доля от чистой неконсолидированной прибыли, определяемой согласно финансовой отчетности |
| *Степень раскрытия информации в области дивидендной политики* | средняя оценка уровня раскрытия информации по развитым странам составляет 74 из 100, по развивающимся странам - 666 |
| *Влияние налоговых изменений* | налоговые изменения влияют на вероятность и размер дивидендных выплат | влияние неоднозначно |

Автор отмечает, что при тестировании агентской гипотезы дивидендных выплат в компаниях из стран с переходной экономикой, необходимо учитывать конфликт интересов государства и менеджмента компании. Государство, в отличие от менеджеров, заинтересовано в выплате дивидендов, так как осуществляет функции контроля и дисциплины, имеет фискальный интерес. Менеджер, в свою очередь, стремиться использовать ресурсы компании в своих целях, а также избежать дополнительного контроля со стороны собственников компании и государства.

Шагалеева Г.Б. приходит к выводу, что зависимость между уровнем долга компании и дивидендной политикой отсутствует - это свидетельствует о том, что дивидендная политика не связана с другими финансовыми решениями компании, несмотря на то, что, как правило, в работах доказывается обратное: отрицательная связь между дивидендной политикой и выбором структуры капитала. При этом автор показывает, что присутствие государства в составе акционеров компаний оказывает положительное влияние на вероятность дивидендных выплат, акционеры-менеджеры стремятся к отказу от дивидендных выплат (одной из причин является возможная экспроприация ресурсов компании). Также с помощью тестирования фундаментальных факторов доказано, что на дивидендную политику компаний оказывают положительное влияние такие характеристики, как эффективность деятельности доходность активов и размер компании. Таким образом, чем компания прибыльнее и крупнее, тем больше направляет прибыль на дивиденды.

Более того, Шагалеева Г.Б. показывает, что на вероятность дивидендных выплат оказывает значимое влияние страновой фактор. Результаты тестирования говорят о том, что вероятность дивидендных выплат в Польше выше, чем в России и Венгрии на 2,6%. Это объясняется как большей открытостью польских компаний, так и более привлекательной институциональной средой в целом (более высокий кредитный рейтинг, рейтинг экономической свободы и др.).

Черкасова В.А. и Теплова О.Ю. (Черкасова, Теплова, 2013) исследуют влияние финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала. Компании считаются финансово ограниченными, если затраты на существующие внешние источники финансирования не обеспечивают достижение оптимального уровня инвестирования компании, которого она могла бы достигнуть в случае доступности достаточного уровня собственного финансирования. Финансово ограниченные компании принимают решение об инвестировании, исходя из следующего правила:

*Iit = Min (I\*it, CFit) (3)*

где I\*it - оптимальный уровень инвестирования;

CFit - доступный уровень собственных средств компании.

Сущетвует множество факторов финансовых ограничений, с которыми сталкивается компания: коэффициент дивидендных выплат, возраст компании, размер компании, чувствительность денежного потока к накопленным на счетах денежным средствам, финансовый рычаг, коэффициент покрытия процентов, связь компании с банками, принадлежность к холдингу, отрасль функционирования, страна.

Авторы проводят анализ экзогенных факторов финансовых ограничений (возраст компании) и эндогенных факторов финансовых ограничений (коэффициент дивидендных выплат, финансовый рычаг). В том числе, авторы проверяют гипотезу о том, что дивидендные выплаты являются эндогенным фактором, ограничивающим инвестиционные возможности компании на основе данных компаний из стран БРИК. В результате экономисты приходят к выводу, что существует зависимость между степенью финансовой ограниченности, с которой сталкиваются компании, и инвестиционной активностью.

Также в работе рассмотрено влияние возможностей роста организаций на решение о выплате дивидендов. Компании, выплачивающие высокие дивиденды, склонны к повышенной чувствительности инвестиций к денежному потоку. Чувствительность инвестиций к денежному потоку выше для больших компаний, находящихся на стадии зрелости.

Таблица 5. Исследования, тестирующие взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений (4)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Автор | Выборка | Связь инвестиций и дивидендов |
| Петраков Н.Я. (2004) | - | между дивидендами и инвестициями компаний нет связи |
| Шагалеева Г.Б. (2011) | 97 российских, 31 польских и 13 венгерских компаний 2004-2008 (база Van Dijk) | инвестиции не влияют на дивиденды |
| Черкасова В.А., Теплова О.Ю. (2013) | Бразилия (69 компаний) Россия (64) Индия (95) Китай (154) 2005-2012 гг. | дивиденды опосредованно влияют на инвестиции |

Следует отметить, что исследования, которые проводятся на странах с развитой экономикой, говорят о том, инвестиционные и дивидендные решения компании взаимозависимы. Однако в развивающихся странах, в том числе в России, на данную связь оказывает влияние несовершенство корпоративного управления. Поэтому исследования, основанные на развивающихся странах, содержат противоречивые результаты.

**2. Постановка исследовательской проблемы**

Объем инвестиций в большой мере определяет скорость развития компании и, как следствие, является одним из драйверов роста экономики в целом. На уровень инвестиционных вложений влияют как финансовые, так и нефинансовые факторы, с которыми сталкиваются компании на несовершенном рынке капитала. Актуальным является вопрос о том, что подразумевается под данными факторами. В данной работе рассмотрено влияние качества финансовой отчетности на деятельность компании.

Цель работы заключается в определении роли финансовой отчетности во взаимосвязи дивидендной и инвестиционной политик российских компаний. А именно целью является определить, смягчает ли высокое качество финансовой отчетности эффект, который дивиденды оказывают на инвестиции.

Авторы предыдущих исследований говорят о том, что высокое качество финансовой отчетности снижает асимметрию информации, уменьшая риски инвесторов, и, следовательно, улучшает доступ компании к внешним источникам финансирования, что позволяет им не отказываться от ценных инвестиционных проектов. Исходя из этого, можно выдвинуть следующую гипотезу: высокое качество финансовой отчетности смягчает отрицательное воздействие дивидендов на инвестиции.

Для подтверждения или опровержения указанного предположения проведено исследование на основе модифированной модели, предложенной следующими экономистами: Рамалингеговд, Ванг и Ю (Ramalingegowda, Wang, Yu, 2013).

В работе оценивается уравнение:

*Investmentjt=0+1\*Dividendsjt\*RQjt-1+3\*RQjt-1+i\*Controlsjt-1+εjt (4)*

где: *Investmentjt* - инвестиции компании j за период t в научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки, деленные на совокупные активы;

*Dividendsjt* - дивиденды компании j за период t, деленные на совокупные активы;

*RQjt-1* - качество финансовой отчетности компании j, измеренное на конец года t-1.

Измерение RQ базируется на модифицированной модели Dechow и Dichev (2002):

*ΔWCAjt=0+1\*Cfojt-1+2\*Cfojt+3\*Cfojt+1+4\*ΔRevenuesjt+5\*PPE+εjt (5)*

где: *ΔWCAjt* = (дебиторская задолженность компании + запасы + кредиторская задолженность компании + начисленные налоги + прочие активы)/совокупные активы;

*Cfo* - денежный поток, связанный с основной деятельностью компании, разделенный на совокупные активы;

*ΔRevenuesjt* - изменение в выручке компании, деленное на совокупные активы;

*PPE* - материальные активы, деленные на совокупные активы.

Качество финансовой отчетности определяется как отрицательное значение стандартного отклонения остатков регрессии (5) в период с t-5 до t-1. Чем больше коэффициент RQ, тем выше качество финансовой отчетности.

*Controlsjt-1*- контрольные переменные в уравнении (4) для фирмы j, измеренные на конец года t-1.

В модель включены следующие контрольные переменные:

) Коэффициент q-Тобина - аналитический коэффициент, характеризующий инвестиционную привлекательность фирмы.

*Tobinqjt-1=(AT+CSHO-TXDB)/AT (6)*

где: *Tobinqjt-1* - коэффициент q-Тобина фирмы j, рассчитанный на конец года t-1;

*AT* - совокупные активы компании;

*CSHO* - балансовая стоимость собственного капитала;

*TXDB* - отложенный налог на прибыль

Если коэффициент Тобина больше единицы, то рыночная стоимость превышает балансовую стоимость активов компании. Это значит, что рыночная стоимость отражает некоторые неизмеримые или не поддающиеся учёту активы компании. Высокое значение коэффициента Тобина приводит к тому, что инвесторы больше вкладывают в капитал данной компании, потому что он стоит дороже, чем за него заплачено. С другой стороны, если q меньше единицы, то рыночная стоимость активов компании меньше, чем их балансовая стоимость. Это означает, что рынок недооценивает компанию.

) Риск банкротства компании (Z-модель Альтмана) - математическая формула, измеряющяя степень риска банкротства каждой отдельной компании. Смысл модели заключается в формировании функции от некоторых показателей, характеризующих экономический потенциал предприятия и результаты его работы за истекший период.

*Bankruptriskjt-1=(1.2\*(ACT-LCT)+1.4\*RE+3.3\* NOPI+SALE)/AT (7)*

где: *Bankruptriskjt-1*- коэффициент риска банкротства компании j, рассчитанный на конец года t-1;

*ACT* - оборотные средства;

*LCT* - краткосрочные обязательства;

*RE* - нераспределенная прибыль;

*NOPI* - доход от неосновной деятельности предприятия;

*SALE* - выручка

Получившийся коэффициент позволяет сделать заключение для конкретного предприятия:

 если *Bankruptriskjt-1*меньше 1.81 - вероятность банкротства составляет от 80 до 100 процентов;

 если *Bankruptriskjt-1*находится в промежутке между 1.81 и 2.77 - средняя вероятность краха компании от 35 до 50 процентов;

 если *Bankruptriskjt-1* находится в промежутке от 2.77 до 2.99 - вероятность банкротства не велика от 15 до 20 процентов;

 если *Bankruptriskjt-1*больше 2,99 - ситуация на предприятии стабильна, риск неплатежеспособности в течение ближайших двух лет крайне мал.

В уравнении (4) важное значение имеет знак перед переменной (Dividendjt\*RQjt-1): если перед переменной стоит положительный знак, то гипотеза о смягчении отрицательного воздействия дивидендов на инвестиции при наличии выского качества финансовой отчетности, подтверждается.

Оценка уравнения (4) производится с помощью:

 метода наименьших квадратов (OLS);

 двухшагового метода наименьших квадратов (2OLS);

 построения модели с фиксированными эффектами (FE).

**. Методология исследования**

Исследование проводится на основе данных финансовой отчетности торгуемых на московской бирже российских компаний (404 компании). Данные финансовой отчетности получены за период с 2011 по 2015 гг. из Системы профессионального анализа рынков и компаний (Информационный ресурс СПАРК). Наименования компаний, включенных в выборку, отражены в Приложении 1.

Таблица 6. Структура выборки в разрезе отраслей

|  |  |
| --- | --- |
| Наименование отрасли | % наблюдений |
| Строительство | 16.3 |
| Производство | 18.1 |
| Добыча полезных ископаемых | 16.6 |
| Торговля | 16.1 |
| Деятельность в области информации и связи | 17.8 |
| Сельское хозяйство | 15.1 |

В качестве ограничений, накладываемых на данные, стоит отметить, что в выборку входят компании, которые относятся к одной из шести отраслей: строительство, производство, добыча полезных ископаемых, торговля, деятельность в области информации и связи, сельское хозяйство (Таблица 6). Из выборки были исключены компании, относящиеся к финансовой отрасли. Данная отрасль характеризуется уникальными особенностями ведения финансовой отчетности, которую не следует сопоставлять с отчетностями других предприятий. Также в выборку не попали компании, относящиеся к отраслям с крайне малым количеством публичных организаций. Причиной этого является отсуствие у таких компаний информации о дивидендной и инвестиционной политик в открытом доступе (отраслей образования, военной безопасности и пр.). Таким образом, нельзя распространить полученные результаты исследования на все российские компании.

Необходимо отметить, что из выборки удалены единичные выбросы, значительно выбивающиеся из основной выборки. Метод полного «отсечения хвостов» не используется, для предотвращения возникновения проблем «самоотбора». Большая часть компаний, рассмотренных в выборке, зарегистрирована в г. Москва (36%, см. Приложение 2), что не является индикатором неоднородности выборки, так как статистически большая часть крупнейших компаний зарегистрированы и имеют центральные офисы именно в г. Москва, хотя их производство может быть расположено за тысячи километров от неё.

Таблица 7. Динамика инвестиционной политики России (на основе компаний, включенных в выборку)

В таблице 7 можно увидеть отрицательную динамику в инвестиционной политике российских компаний в период с 2011 по 2014 гг. Начиная с 2015 года, российские компании снова начинают интересовать инвесторов.

Таблица 8. Динамика дивидендной политики России (на основе компаний, включенных в выборку)

В таблице 8 отражена отрицательная динамика в выплате российскими компаниями дивидендных выплат в период с 2011 по 2015 гг.

Таблица 9. Средний возраст компании, попавшей в выборку  20 лет

Выявление взаимосвязи дивидендов и инвестиций, а также определение роли финансовой отчетности проводится с помощью эконометрического анализа в программе STATA.

Таблица 10. Описательные статистики переменных

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Инвестиции | Дивиденды | Качество финансовой отчетности компании | Коэффициент риска банкротства компании | Коэффициент q-Тобина |
| Среднее значение | 0.04 | 0.01 | -0.02 | 1.25 | 0.6 |
| Медиана | 0.04 | 0.00 | -0.02 | 1.25 | 0.6 |
| Стандартное отклонение | 0.03 | 0.1 | 0.02 | 0.14 | 0.12 |
| Jarque-Bera | 101.5 | 177976.99 | 2436.61 | 116.39 | 125.18 |
| Probability | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Количество наблюдений | 2020 | 2020 | 2020 | 2020 | 2020 |

В таблице 10 собраны основные описательные характеристики переменных, которые рассматриваются в уравнении (4). В части инвестиций рассмотрен объем инвестиций в научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки компаний, деленный на совокупные активы компании. В части дивидендов - объявленные компанией дивиденды с учетом совокупного размера активов компании. Качество финансовой отчетности компании рассчитано на основе уравнения (5). Коэффициент риска банкротства компании рассчитан по Z-модели Альтмана. Коэффициент q-Тобина показывает отношение рыночной стоимости компании к балансовой, скорректированное на совокупный размер активов компании.

Так как по всем переменным критерий Jarque-Bera больше нуля и Probability меньше 0,05 можно говорить о том, что переменные не имеют нормального распределения.

Таблица 11. Корреляционный анализ

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| Инвестиции (1) |  |  |  |  |  |
| Дивиденды (2) | -0.06 |  |  |  |  |
| Качество финансовой отчетности компании (3) | 0.15 | -0.05 |  |  |  |
| Коэффициент q-Тобина (4) | -0.03 | -0.01 | -0.02 |  |  |
| Коэффициент риска банкротства компании (5) | 0.00 | -0.00 | -0.02 | -0.41 |  |

Результат корреляционного анализа показывает, что между переменными нет высокого уровня связи.

Между инвестициями и дивидендами наблюдается слабая линейная отрицательная связь. То есть, при увеличении расходов организации на инвестиции, дивидендные выплаты собственникам компании уменьшаются. Данная взаимосвязь согласуется с выдвинутой гипотезой.

**4. Описание результатов**

Вначале оценивается уравнение (4), в которое не включаются переменные, отвечающие за качество финансовой отчетности (RQjt-1 и Dividendsjt\*RQjt-1).

Таблица 12. Результаты регрессионной модели

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | OLS | 2SLS | FE |
|  | Инвестиции |
| Дивиденды | -0.02\*\*\* (0.01) | -0.02\*\*\* (0.01) | -0.22\*\*\* (0.01) |
| Коэффициент q-Тобина | -0.01\* (0.01) | -0.01\* (0.01) | -0.01\* (0.01) |
| Коэффициент риска банкротства компании | 0.00\* (0.01) | 0.01\* (0.01) | 0.01\* (0.01) |
| Количество наблюдений | 2020 | 2020 |
| Коэффициент детерминации | 4.8% | 2.1% |

Примечание. \*\*\* - 1%-й уровень значимости, \*\* - 5%-й уровень значимости, \* - 10%-й уровень значимости

Отрицательный коэффициент перед переменной «Дивиденды» доказывает отрицательную взаимосвязь дивидендов и инвестиций.

По данным таблицы 12 можно увидеть, что коэффициент перед переменной «Дивиденды» отрицателен во всех рассматриваемых случаях (при использовании метода наименьших квадратов, двухшагового метода наименьших квадратов, модели с фиксированными эффектами).

Таблица 13. Результаты регрессионной модели

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | OLS | 2SLS | FE |
|  | Инвестиции |
| Дивиденды | -0.16\*\*\* (0.02) | -0.16\*\*\* (0.03) | -0.28\*\*\* (0.03) |
| Дивиденды\*Качество финансовой отчетности | 5.15\*\*\* (0.55) | 4.96\*\*\* (0.67) | 9.21\*\*\* (0.27) |
| Качество финансовой отчетности | 0.25\*\*\* (0.04) | 0.21\*\*\* (0.09) | 0.16\*\*\* (0.05) |
| Коэффициент q-Тобина | -0.01\* (0.01) | -0.01\* (0.02) | -0.002\* (0.01) |
| Коэффициент риска банкротства компании | 0.00\* (0.01) | 0.01\* (0.01) | 0.003\* (0.01) |
| Количество наблюдений | 2020 | 2020 |
| Коэффициент детерминации | 6.9% | 2.2% |

Примечание. \*\*\* - 1%-й уровень значимости, \*\* - 5%-й уровень значимости, \* - 10%-й уровень значимости.

В таблице 13 представлены результаты построения регрессионной модели с включением в нее переменных, отвечающих за качество финансовой отчетности. Также, как и в работе Рамалингеговд, Ванг и Ю, получено, что коэффициент перед переменной «Дивиденды\*Качество финансовой отчетности» имеет положительный знак и значимость на 10% уровне, следовательно, гипотеза о том, что высокое качество финансовой отчетности смягчает отрицательное воздействие дивидендов на инвестиции подтверждается.

Чтобы оценить экономическую значимость смягчающей роли качества отчетности, вычислено процентное изменение сдерживающего воздействия дивидендов на инвестиции в ответ на повышение стандартного отклонения качества отчетности. В таблице 8 среднее значение качества финансовой отчетности  -0.02, стандартное отклонение  0.02. Чем больше значение коэффициента, тем качество отчетности лучше. Результаты в таблице 11 показывают влияние дивидендов на инвестиции. При двухшаговом методе наименьших квадратов дивиденды влияют на инвестиции следующим образом: -0.16+4.96\*Качество финансовой отчетности. Таким образом, эффект дивидендов на инвестиции составляет -0.3 для компаний со средним качеством финансовой отчетности (-0.16+4.96\*(-0.02)). Когда качество финансовой отчетности улучшается на одно стандартное отклонение от среднего значения, эффект дивидендов становится равным -0.2 (-0.16+4.96\*(-0.02+0.02)). Изменение зависимой переменной описываетсяв 6,9% случаев.

Результаты для контрольных переменных в уравнении (4) соответствуют предыдущим исследованиям (Biddle et al., 2009). Вложения компании в инвестиции уменьшают коэффициент q-Тобина и увеличивают коэффициент риска банкротства компании.

**Заключение**

инвестиционный дивидендный управленческий решение

В середине двадцатого века было обнаружено, что на совершенном рынке капитала дивидендные решения компании не должны влиять на ее инвестиционную политику. В последующие годы ученые из разных стран доказали, что на несовершенном рынке данное утверждение не всегда верно по причине оппортунистического поведения игроков рынка, которое приводит к асимметрии информации. Результатом этого поведения является сдерживание инвестиций посредством дивидендов. В работе проанализировано влияние высокого качества финансовой отчетности на данную проблему.

Эмпирическая часть работы подтверждает важную роль качества финансовой отчетности при взаимодействии дивидендной политики и инвестиционных решений и согласуется с результатами, полученными другими авторами. Цель исследования можно считать достигнутой, все поставленные задачи были выполнены:

а) Проанализирован имеющийся объем работ о взаимосвязи инвестиционных и дивидендных решений компаний;

б) Определена модель, позволяющая определить роль финансовой отчетности при принятии управленческих решений в компании;

в) Проведено эмпирическое исследование, использующее эконометрический инструментарий.

Основные выводы данной работы следующие:

а) Дивиденды отрицательно влияют на инвестиции;

б) Высокое качество финансовой отчетности смягчает отрицательное воздействие дивидендов на инвестиции.

**Список литературы**

1. Федеральный закон РФ от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах»

2. Брейли Р., Майерс С. (1997), Принципы корпоративных финансов, ЗАО «Олимп-Бизнес», Москва.

. Петраков Н.Я. (2004) «Некоторые особенности политики российских компаний в распределении доходов и использовании кредитных ресурсов», available at: http://www.cemi.rssi.ru/mei/articles/petr04-3.pdf.

. Черкасова В.А., Теплова О.Ю., (2013), «Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала», Корпоративные финансы №2 (26), с. 5-20.

. Шагалеева Г., (2011), «Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала», Диссертация на соискание ученой степени кандидата наук.

6. Akerlof, G.A. (1970), The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics, 84 (1970) pp. 488-500.

. Bhaduri, S.N., Durai, S.R. (2006), Empirical relationship between the dividend and investment decision: do emerging market firms behave differently? Applied Financial Economics Letters, 2 (2006) pp. 155-158.

. Bhattacharya, S. (1979), «Imperfect Information, Dividend Policy, and «The Bird in the Hand» Fallacy», The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1 (Spring, 1979), pp. 259-270.

. Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi (2009), «How does financial reporting quality relate to investment efficiency?», Journal of Accounting and Economics 48, 112-131.

. Brav, A., Graham J.R., Harvey C.R., and Michaely R. (2005), «Payout policy in the 21st century», Journal of Financial Economics, Vol.77 No. 3, pp. 483-527.

. Daniel, N.D., Denis D.J., and Naveen L. (2010.), «Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls», Working paper, Purdue University.

. Dhrymes, Ph. J., Kurz, М. (1967), Investment, Dividend and External Finance Behavior of Firms // Determinants of Investment Behavior*,* edited by Ferber. New York: National Bureau of Economic Research.

. Easterbrook, *F.H., (1984*), «Two Agency-Cost Explanations of Dividends», The American Economic Review, Vol. 74, No. 4. (Sep., *1984*), pp. 650-659.

. Fama, E., and Miller M. (1972), «The theory of finance», Dryden Press, Hinsdale, Illinois.

. Fama, E. (1974), «The Empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms», American Economic Review, Vol. 64, pp. 304-322.

. Fama E., French K. (1997), «Industry costs of equity». Journal of Finance, Vol. 43, pp. 153-193.

. Higgins, R.C. (1972), The Corporate Dividend-Savings Decision. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 7 (1972) 1527-1541.

. Jensen M., and Meckling W. (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-360.

. Jensen, M., (1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

. John, K., Williams, J. (1985), «Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium», The Journal of Finance, Vol. 40, No. 4 (Sep., 1985), pp. 1053-1070.

. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., (1998), «Law and Finance», available at: https://www.hse.ru/data/106/482/1225/Sept % 209% 20Law % 20and % 20Finance.pdf

. Lintner, J. (1956), «Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes», The American Economic Review, Vol. 46, pp. 97-113.

. Martins, T.C., Novaes, W. (2012), Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? Journal of Corporate Finance, (2012), doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002.

. McDonald J.G., Jacquillat B., Nussenbaum M. Dividend, investment and financing decisions: empirical evidence on French firms // Journal of financial & quantitative analysis. 1975. Vol. 10, №5, pр. 741-755.

. Miller M.H., and Modigliani F. (1961), «Dividend policy, growth, and the valuation of shares», Journal of Business, Vol. 34 No.4, pp. 411-433.

. Miller, M.H., Rock, K. (1985), «Dividend Policy under Asymmetric Information», The Journal of Finance, Vol. 40, No. 4. (Sep., 1985), pp. 1031-1051.

. Myers, S. (1984), «The Capital Structure Puzzle», The Journal of Finance, Vol. 39, №3, pp. 575-590.

. Myers, S., and Majluf N. (1984), «Corporate investment and financing policies when firms have information that investors do not have», Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 187-222.

. Mykhayliv, D. and Zauner, K.G. (2013). «Investment behavior, corporate control, and private benefits of control: evidence from a survey of Ukrainian firms»**,** Bulletin of Economic Research. *doi:* 10.1111/boer.12001*.*

30. Ramalingegowda, S., Wang, Ch.-S., Yu, Y. (2013), «The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions», The accounting review, Vol. 3 No. 88 (2013), pp. 1007-1039.

. Smirlock, M., Marshall, W. (1983), «An Examination of the Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions: A Note», The Journal of Finance, 6 (XXXVIII) (1983).

. Shyam-Sunder, L., Myers S. (1999), «Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure», Journal of Financial Economics, 51 (1999), pp. 219-244.

**Приложение 1**

Анализируемые компании

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| № п/п | Краткое наименование | Адрес (место нахождения) |
| 1 | АО «Авиапарк» | 125252, г. Москва, проезд Берёзовой Рощи, д. 12 пом. LI; ком. 1-5 |
| 2 | ПАО «Автоваз» | 445024, Самарская обл., г. Тольятти, шоссе Южное, д. 36 |
| 3 | ПАО «Автодизель» (ЯМЗ) | 150040, Ярославская обл., г. Ярославль, проспект Октября, д. 75 |
| 4 | КАО «Азот» | 650021, Кемеровская обл, г. Кемерово, ул. Грузовая корп. 1 |
| 5 | АО «АК «Туламашзавод» | 300002, Тульская обл., г. Тула, ул. Мосина, д. 2 |
| 6 | ПАО «Акрон» | 173012, Новгородская обл, г. Великий Новгород |
| 7 | АК «Алроса» (ПАО) | 678175, Саха /Якутия/ респ, Мирнинский у, г. Мирный, ул. Ленина, д. 6 |
| 8 | ПАО «Алроса-нюрба» | 678450, Саха /Якутия/ респ., Нюрбинский у, г. Нюрба, ул. Ленина, д. 25 |
| 9 | ОАО «Алтай-кокс» | 659107, Алтайский кр, г. Заринск, ул. Притаежная, д. 2 |
| 10 | АО «Алтайвагон» | 658087, Алтайский кр, г. Новоалтайск, ул. 22 Партсъезда, д. 16 |
| 11 | ООО «Алькор и Ко» | 119261, г. Москва, проспект Ленинский, д. 72/2 |
| 12 | ПАО «АМЗ» | 607220, Нижегородская обл., г. Арзамас, ул. 9 Мая, д. 2 |
| 13 | АО «АМР» | 347045, Ростовская обл, Белокалитвинский район, г. Белая Калитва, ул. Заводская, д. 1 |
| 14 | ОАО «Амурметалл» | 681000, Хабаровский кр, г. Комсомольск-На-Амуре, ул. Вагонная, д. 30 |
| 15 | АО «АНХК» | 665830, Иркутская обл, г. Ангарск |
| 16 | АО «Апатит» | 184250, Мурманская обл, г. Кировск, ул. Ленинградская, д. 1 |
| 17 | ЗАО «Аргон» | 109004, г. Москва, ул. Станиславского, д. 21 корп. 2 |
| 18 | АО «Арконик СМЗ» | 443051, Самарская обл, г. Самара, ул. Алма-Атинская, д. 29 корп. 33/34 |
| 19 | АО «Архангельскгеолдобыча» | 163001, Архангельская обл, г. Архангельск, проспект Троицкий, д. 168 |
| 20 | АО «архангельский цбк», АЦБК | 164900, Архангельская обл, г. Новодвинск, ул. Мельникова, д. 1 |
| 21 | ПАО «АСЗ» | 681000, Хабаровский кр, г. Комсомольск-На-Амуре, ул. Аллея Труда, д. 1 корп., кв |
| 22 | ОАО «Астон» | 344002, Ростовская обл, г. Ростов-На-Дону, ул. 1-Я Луговая, д. 3 Б |
| 23 | АО «Атомэнергопром» | 119017, г. Москва, ул. Ордынка Б, д. 24 |
| 24 | ПАО «Ашинский метзавод» | 456010, Челябинская обл., Ашинский район, г. Аша, ул. Мира, д. 9 |
| 25 | ОАО «Балтийский завод» | 199106, г. Санкт-Петербург, линия Косая, д. 16 |
| 26 | ПАО «Башинформсвязь» | 450077, Башкортостан респ, г. Уфа, ул. Ленина, д. 30 |
| 27 | ПАО АНК «Башнефть» | 450077, Башкортостан респ, г. Уфа, ул. Карла Маркса, д. 30 корп. 1 |
| 28 | ООО «Белгранкорм» | 309300, Белгородская обл, Ракитянский район, пос. Пролетарский, шоссе Борисовское, д. 1 |
| 29 | ОАО «Белон» | 652607, Кемеровская обл., г. Белово, ул. 1 Телеут, д. 27/2 помещение 1 |
| 30 | АО «БМК» | 453502, Башкортостан респ, Белорецкий район, г. Белорецк, ул. Блюхера, д. 1 |
| 31 | ПАО «Богучанская ГЭС» | 663491, Красноярский кр, Кежемский район, г. Кодинск, тер. Стройбаза, ЛЕВОГО БЕРЕГА, ОБЪЕДИНЕННАЯ база №1, ЗД.1 |
| 32 | ПАО «Бурятзолото» | 670045, Бурятия респ., г. Улан-Удэ, ул. Шаляпина, д. 5В |
| 33 | ПАО «Валента фарм» | 141101, Московская обл., Щелковский район, г. Щелково, ул. Фабричная, д. 2 |
| 34 | ПАО «Варьеганнефтегаз» | 628464, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Радужный, микрорайон 2-Й, д. 21 |
| 35 | ОАО «Варьеганнефть» | 628463, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Радужный |
| 36 | ПАО «Васо» | 394029, Воронежская обл., г. Воронеж, ул. Циолковского, д. 27 |
| 37 | ООО «ВБД ПП» | 127591, г. Москва, шоссе Дмитровское, д. 108 (Торговый центр «на Дмитровском шоссе») |
| 38 | АО «ВБД» | 127591, г. Москва, шоссе Дмитровское, д. 108 (Торговый центр «на Дмитровском шоссе») |
| 39 | ОАО «Верхнебаканский цементный завод» | 353400, Краснодарский край, г. Новороссийск, пос. Верхнебаканский, ул. Орловская, д. 11 |
| 40 | АО «Вилюйская ГЭС-3» | 678196, Саха /Якутия/ респ, Мирнинский у, пос. Светлый, ул. Воропая, д. 22 корп. А |
| 41 | ООО «ВК- инвест» | 127083, г. Москва, ул. Восьмого Марта, д. 10 стр. 14 |
| 42 | АО «ВМЗ» | 607061, Нижегородская обл, г. Выкса, ул. Братьев Баташевых, д. 45 корп., кв |
| 43 | ПАО «Волгоградэнергосбыт» | 400001, Волгоградская обл., г. Волгоград, ул. Козловская, д. 14 |
| 44 | АО «Волгомост» | 129626, г. Москва, ул. Павла Корчагина, д. 2 офис 1801 |
| 45 | АО «Воркутауголь» | 169908, Коми респ, г. Воркута, ул. Ленина, д. 62 корп. - кв |
| 46 | АО «Воронежсинтезкаучук» | 394014, Воронежская обл, г. Воронеж, проспект Ленинский, д. 2 |
| 47 | АО «Востсибнефтегаз» | 660049, Красноярский кр, г. Красноярск, проспект Мира, д. 36 |
| 48 | ПАО «ВСЗ» | 188800, Ленинградская обл., Выборгский район, г. Выборг, шоссе Приморское, д. 2Б |
| 49 | АО «ВТЗ» | 404119, Волгоградская обл, г. Волжский, ул. 7-Я Автодорога, д. 6 |
| 50 | ПАО «Вымпелком» | 127083, г. Москва, ул. 8 Марта, д. 10 стр. 14 |
| 51 | ПАО «ГАЗ» | 603004, Нижегородская обл, г. Нижний Новгород, проспект Ленина, д. 88 |
| 52 | ПАО «Газпром автоматизация» | 119435, г. Москва, набережная Саввинская, д. 25 |
| 53 | ПАО «Газпром газораспределение Ростов-на-Дону» | 344022, Ростовская обл, г. Ростов-На-Дону, проспект Кировский, д. 40 корп. А (Бизнес-центр «Кристалл») |
| 54 | АО «Газпром газораспределение Север» | 625013, Тюменская обл, г. Тюмень, ул. Энергетиков, д. 163 корп. - кв |
| 55 | АО «Газпром газэнергосеть» | 197022, г. Санкт-Петербург, ул. Профессора Попова, д. 37 литера Щ |
| 56 | ООО «Газпром нефтехим салават» | 453256, Башкортостан респ, г. Салават, ул. Молодогвардейцев, д. 30 |
| 57 | ПАО «Газпром нефть» | 190000, г. Санкт-Петербург, ул. Галерная, д. 5 литера. А |
| 58 | ПАО «Газпром спецгазавтотранс» | 426039, Удмуртская респ, г. Ижевск, шоссе Воткинское, д. 182 |
| 59 | АО «Газпром центрэнергогаз» | 141112, Московская обл, Щелковский район, г. Щелково, ул. Московская, д. 1 |
| 60 | ПАО «Газпром» | 117420, г. Москва, ул. Намёткина, д. 16 |
| 61 | АО «Газпромнефть - МНПЗ» | 109429, г. Москва, квартал Капотня 2-Й, д. 1 корп. 3 |
| 62 | АО «Газпромнефть-ННГ» | 629807, Ямало-Ненецкий окр, г. Ноябрьск, ул. Ленина, д. 59/87 |
| 63 | АО «Газпромнефть-Новосибирск» | 630099, Новосибирская обл, г. Новосибирск, ул. Максима Горького, д. 80 |
| 64 | АО «Газпромнефть-ОНПЗ» | 644040, Омская обл, г. Омск, проспект Губкина, д. 1 |
| 65 | АО «Газпромнефть-Урал» | 620100, Свердловская обл, г. Екатеринбург, тракт Сибирский, д. 12 стр. 2 пом. 9 |
| 66 | ПАО «Гайский ГОК» | 462631, Оренбургская обл., г. Гай, ул. Промышленная, д. 1 |
| 67 | АО «Гидромашсервис» | 127006, г. Москва, ул. Долгоруковская, д. 31 стр. 32 |
| 68 | ПАО «ГМК «Норильский никель» | 647000, Красноярский кр, Таймырский Долгано-Ненецкий район, г. Дудинка, ул. Морозова, д. 1 |
| 69 | АО «ГМС Нефтемаш» | 625003, Тюменская обл, г. Тюмень, ул. Военная, д. 44 корп. - кв |
| 70 | ООО «Городской супермаркет» | 115054, г. Москва, ул. Валовая, д. 8/18 |
| 71 | ЗАО «Группа джей эф си» | 192241, г. Санкт-Петербург, ул. Софийская, д. 60 корп. Д |
| 72 | АО «Группа «Илим» | 191025, г. Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 17 |
| 73 | ПАО «Группа компаний ПИК» | 123242, г. Москва, ул. Баррикадная, д. 19 стр. 1 (Бизнес-центр «Баррикадная 19») |
| 74 | ООО «Группа «Магнезит» | 456910, Челябинская обл, Саткинский район, г. Сатка, ул. Солнечная, д. 32 |
| 75 | АО «ГСИ» | 105318, г. Москва, ул. Ибрагимова, д. 15 корп. 2 |
| 76 | АО «ГСС» | 125284, г. Москва, ул. Поликарпова, д. 23 Б корп. 2 |
| 77 | АО «ГХК Бор» | 129281, г. Москва, проезд Олонецкий, д. 4 корп. 2 офис 11Б |
| 78 | АО «Данон Россия» | 127015, г. Москва, ул. Вятская, д. 27 корп. 13-14 |
| 79 | АО «ДГК» | 680000, Хабаровский кр, г. Хабаровск, ул. Фрунзе, д. 49 |
| 80 | ООО СИК «Девелопмент-Юг» | 350000, Краснодарский кр, г. Краснодар, ул. Зиповская, д. 3 |
| 81 | ПАО «Детский мир» | 119415, г. Москва, проспект Вернадского, д. 37 корп. 3 |
| 82 | ПАО «ДНПП» | 141700, Московская обл, г. Долгопрудный, пл. Собина, д. 1 |
| 83 | ОАО «Донской табак» | 344002, Ростовская обл, г. Ростов-На-Дону, ул. Красноармейская, д. 170/84 |
| 84 | ПАО «Дорогобуж» | 215713, Смоленская обл., Дорогобужский район, г. Дорогобуж, ул. Мира, д. 6 |
| 85 | АО «ДСК-1» | 123007, г. Москва, проезд Хорошёвский 3-Й, д. 3 |
| 86 | ПАО «ДЭК» | 690091, Приморский край, г. Владивосток, ул. Тигровая, д. 19 |
| 87 | АО «Евраз ЗСМК» | 654043, Кемеровская обл, г. Новокузнецк, шоссе Космическое, д. 16 |
| 88 | АО «Евраз КГОК» | 624351, Свердловская обл, г. Качканар, ул. Свердлова, д. 2 |
| 89 | ОАО «Евраз металл инпром» | 347942, Ростовская обл, г. Таганрог, ул. Маршала Жукова, д. 2 корп. А |
| 90 | АО «Евраз НТМК» | 622025, Свердловская обл, г. Нижний Тагил, ул. Металлургов, д. 1 |
| 91 | АО «Евроцемент груп» | 107045, г. Москва, пер. Головин М, д. 3 стр. 1 |
| 92 | АО «ЕЗ ОЦМ», АО «Екатеринбургский завод по обработке цветных металлов» | 624097, Свердловская обл, г. Верхняя Пышма, проспект Успенский, д. 131 |
| 93 | АО «Енисейская ТГК (ТГК-13)» | 660021, Красноярский кр, г. Красноярск, ул. Бограда, д. 144 корп. А |
| 94 | АО «ЕЭСК» | 620014, Свердловская обл, г. Екатеринбург, ул. Бориса Ельцина, д. 1 (Бизнес-центр «Президент») |
| 95 | ЗАО «Желдорипотека» | 107078, г. Москва, ул. Басманная Нов, д. 2 |
| 96 | ПАО «Завод «Красное Сормово» | 603951, Нижегородская обл, г. Нижний Новгород, ул. Баррикад, д. 1 |
| 97 | ОАО «Запсибгазпром» | 625000, Тюменская обл, г. Тюмень, ул. Первомайская, д. 19 корп. - кв |
| 98 | ОАО «ЗИД» | 601900, Владимирская обл, г. Ковров, ул. Труда, д. 4 |
| 99 | АМО «ЗИЛ» | 115280, г. Москва, ул. Автозаводская, д. 23 корп. 15 |
| 100 | ПАО «ЗИО-Подольск» | 142103, Московская обл., г. Подольск, ул. Железнодорожная, д. 2 |
| 101 | ПАО «ЗМЗ» | 606520, Нижегородская обл., Городецкий район, г. Заволжье, ул. Советская, д. 1А |
| 102 | ОАО «Золото Селигдара» | 678900, Саха /Якутия/ респ, Алданский у, г. Алдан, ул. 26 Пикет, д. 12 |
| 103 | АО «ЗСД» | 191011, г. Санкт-Петербург, проспект Невский, д. 44 (Многофункциональный комплекс «Галерея бутиков Гранд Палас») |
| 104 | ПАО «Ижорские заводы» | 196650, г. Санкт-Петербург, г. Колпино, тер. Ижорский з-д, д. Б/Н |
| 105 | ОАО «Ижсталь» | 426006, Удмуртская респ, г. Ижевск, ул. Новоажимова, д. 6 |
| 106 | ПАО «Интер РАО» | 119435, г. Москва, ул. Пироговская Б, д. 27 корп. 2 |
| 107 | ООО «Иркутский масложиркомбинат» | 664050, Иркутская обл, г. Иркутск, ул. Байкальская, д. 265 |
| 108 | ПАО «Иркутскэнерго» | Иркутская обл, г. Иркутск, ул. Сухэ-Батора, д. 3 |
| 109 | ОАО «ИЭСК» | 664033, Иркутская обл, г. Иркутск, ул. Лермонтова, д. 257 (Бизнес-центр «Академический») |
| 110 | ПАО «Казанский вертолетный завод» | 420085, Татарстан респ, г. Казань, ул. Тэцевская, д. 14 |
| 111 | ПАО «Казаньоргсинтез» | 420051, Татарстан респ., г. Казань, ул. Беломорская, д. 101 |
| 112 | ООО Концерн «Калина» | 620138, Свердловская обл, г. Екатеринбург, ул. Комсомольская, д. 80 |
| 113 | ОАО «Калужский турбинный завод» ОАО «КТЗ» | 248021, Калужская обл., г. Калуга, ул. Московская, д. 241 |
| 114 | ПАО «Камаз» | 423827, Татарстан респ, г. Набережные Челны, проспект Автозаводский, д. 2 |
| 115 | ПАО «Камгэсэнергострой» | 423807, Татарстан респ, г. Набережные Челны, ул. Гидростроителей, д. 17 |
| 116 | ПАО «Камчатскэнерго» | 683000, Камчатский край, г. Петропавловск-Камчатский, ул. Набережная, д. 10 |
| 117 | ООО «Каргилл» | 301847, Тульская обл, Ефремовский район, г. Ефремов, ул. Молодежная, д. 10 |
| 118 | АО «Карельский окатыш» | 186931, Карелия респ, г. Костомукша, шоссе Горняков стр. 284 |
| 119 | АО «Каустик» | 400097, Волгоградская обл, г. Волгоград, ул. 40 Лет Влксм, д. 57 |
| 120 | ОАО «КВ АГРО» | 420054, Татарстан респ, г. Казань, ул. Тихорецкая, д. 5 |
| 121 | ПАО «Квадра» | 300012, Тульская обл, г. Тула, ул. Тимирязева, д. 99В |
| 122 | ОАО «Кировский завод» | 198097, г. Санкт-Петербург, проспект Стачек, д. 47 (Бизнес-центр «Шереметев») |
| 123 | КИТ Финанс капитал (ООО) | 191119, г. Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71 литера. А |
| 124 | АО «КМПО» | 420036, Татарстан респ, г. Казань, ул. Дементьева, д. 1 |
| 125 | АО «КОВДОРСКИЙ ГОК» | 184141, Мурманская обл, Ковдорский район, г. Ковдор, ул. Сухачева, д. 5 |
| 126 | ПАО «КОКС» | 650021, Кемеровская обл, г. Кемерово, ул. Стахановская 1-Я, д. 6 |
| 127 | ОАО «Коломенский завод» | 140408, Московская обл, г. Коломна, ул. Партизан, д. 42 корп. - кв |
| 128 | ОАО «Комбинат КМАРУДА» | 309182, Белгородская обл, г. Губкин, ул. Артема, д. 2 |
| 129 | ПАО «Комбинат «Магнезит» | 456910, Челябинская обл, г. Сатка, ул. Солнечная, д. 34 |
| 130 | ПАО «Комбинат Южуралникель» | 462402, Оренбургская обл., г. Орск, ул. Призаводская, д. 1 |
| 131 | АО «Компания «Главмосстрой» | 125009, г. Москва, ул. Тверская, д. 6 стр. 2 |
| 132 | ОАО «Компания Усть-Луга» | 188480, Ленинградская обл, Кингисеппский район, г. Кингисепп, проспект Карла Маркса, д. 25/2 |
| 133 | ОАО «Кондитерский концерн Бабаевский» | 107140, г. Москва, ул. Красносельская М, д. 7 |
| 134 | ОАО «Кондопога» | 186225, Карелия респ., Кондопожский район, г. Кондопога, ул. Промышленная, д. 2 |
| 135 | АО «Концерн Росэнергоатом» | 109507, г. Москва, ул. Ферганская, д. 25 |
| 136 | АО «Кордиант» | 150003, Ярославская обл, г. Ярославль, ул. Советская, д. 69 |
| 137 | ПАО «Корпорация ВСМПО-Ависма» | 624760, Свердловская обл, Верхнесалдинский район, г. Верхняя Салда, ул. Парковая, д. 1 |
| 138 | ПАО «Корпорация «Иркут» | 125315, г. Москва, проспект Ленинградский, д. 68 (Бизнес-центр «Авиапарк») |
| 139 | ПАО «Коршуновский ГОК» | 665651, Иркутская обл, Нижнеилимский район, г. Железногорск-Илимский, ул. Иващенко, д. 9А/1 |
| 140 | АО «Краснодаргазстрой» | 350020, Краснодарский кр, г. Краснодар, ул. Гаражная, д. 75 |
| 141 | ПАО «Красноярская ГЭС» | 663090, Красноярский кр, г. Дивногорск |
| 142 | ОАО ТКЗ «Красный Котельщик» | 347928, Ростовская обл., г. Таганрог, ул. Ленина, д. 220 |
| 143 | ОАО «Красный октябрь» | 107140, г. Москва, ул. Красносельская М., д. 7 стр. 24 |
| 144 | СПБ ОАО «Красный октябрь» | 194100, г. Санкт-Петербург, ул. Политехническая, д. 13-15 |
| 145 | ПАО «Криогенмаш» | 143907, Московская обл, г. Балашиха, проспект Ленина, д. 67 |
| 146 | ПАО «КТК» | 650000, Кемеровская обл., г. Кемерово, ул. 50 лет Октября, д. 4 |
| 147 | ПАО «Кубаньэнерго» | 350033, Краснодарский кр, г. Краснодар, ул. Ставропольская, д. 2А |
| 148 | ОАО «Кубаньэнергосбыт» | 350000, Краснодарский край, г. Краснодар, ул. Гимназическая, д. 55/1 |
| 149 | ПАО «Кузбассэнерго» | 650000, Кемеровская обл., г. Кемерово, проспект Кузнецкий, д. 30 |
| 150 | ПАО «Кузнецов» | 443009, Самарская обл., г. Самара, шоссе Заводское, д. 29 |
| 151 | ПАО «Куйбышевазот» | 445007, Самарская обл., г. Тольятти, ул. Новозаводская, д. 6 |
| 152 | ОАО «КУМЗ» | 623400, Свердловская обл, г. Каменск-Уральский, ул. Заводская, д. 5 |
| 153 | ОАО «Курганмашзавод» | 640027, Курганская обл, г. Курган, проспект Машиностроителей, д. 17 |
| 154 | АО «КФ» | 654032, Кемеровская обл, г. Новокузнецк, ул. Обнорского, д. 170 |
| 155 | ОАО «КЭМЗ» | 601919, Владимирская обл, г. Ковров, ул. Крупской, д. 55 |
| 156 | АО «Лафарж цемент» | 115114, г. Москва, ул. Летниковская, д. 2 стр. 1 (Бизнес-центр «Vivaldi Plaza») |
| 157 | АО «ЛГСС» | 196158, г. Санкт-Петербург, шоссе Пулковское, д. 30 литера. А |
| 158 | АО «Лебединский ГОК» | 309191, Белгородская обл, г. Губкин, пос. Промплощадка Лгока |
| 159 | ООО «Лебедянский» | 399610, Липецкая обл, Лебедянский район, г. Лебедянь, ул. Матросова, д. 7 |
| 160 | АО ССМО «Ленспецсму» | 197348, г. Санкт-Петербург, проспект Богатырский, д. 2 литера А |
| 161 | ООО «Лента» | 197374, г. Санкт-Петербург, ул. Савушкина, д. 112 |
| 162 | ПАО «Ленэнерго» | 196247, г. Санкт-Петербург, пл. Конституции, д. 1 (Бизнес-центр «Ньютон») |
| 163 | АО «Ломо» | 194044, г. Санкт-Петербург, ул. Чугунная, д. 20 |
| 164 | АО «Лубянка-девелопмент» | 109012, г. Москва, проезд Театральный, д. 5 стр. 1 |
| 165 | ООО «Лукойл-Астраханьэнерго» | 414052, Астраханская обл, г. Астрахань, ул. Августовская, д. 11 В |
| 166 | ООО «Лукойл-Кубаньэнерго» | 350911, Краснодарский кр, г. Краснодар, ул. Трамвайная, д. 13 |
| 167 | ООО «Лукойл-Нижегороднефтеоргсинтез» | 607650, Нижегородская обл, Кстовский район, г. Кстово, шоссе Центральное, д. 9 |
| 168 | ООО «Лукойл-УНП» | 169300, Коми респ, г. Ухта, ул. Заводская, д. 11 |
| 169 | ПАО «Магаданэнерго» | 685000, Магаданская обл., г. Магадан, ул. Советская, д. 24 |
| 170 | ООО «Магистраль двух столиц» | 196158, г. Санкт-Петербург, шоссе Пулковское, д. 28 литера А (Офисное здание «Пулково Стар») |
| 171 | ПАО «Магнит» | 350072, Краснодарский край, г. Краснодар, ул. Солнечная, д. 15 корп. 5 |
| 172 | ООО «Манежная площадь» | 109012, г. Москва, пл. Революции, д. 3 |
| 173 | ПАО МГТС | 119017, г. Москва, ул. Ордынка Б, д. 25 стр. 1 |
| 174 | ПАО «Мегафон» | 115035, г. Москва, набережная Кадашёвская, д. 30 |
| 175 | АО «Междуречье» | 652870, Кемеровская обл, г. Междуреченск, ул. Кузнецкая, д. 1А |
| 176 | АО «Межрегионэнергосбыт» | 119526, г. Москва, проспект Вернадского, д. 101 корп. 3 |
| 177 | АО «Металлургический завод «Электросталь» | 144002, Московская обл, г. Электросталь, ул. Железнодорожная, д. 1 |
| 178 | ПАО «Метафракс» | 618250, Пермский край, г. Губаха |
| 179 | ОАО «Метрострой» | 190013, г. Санкт-Петербург, проспект Загородный, д. 52А |
| 180 | ООО «Мечел-энерго» | 454047, Челябинская обл, г. Челябинск, ул. Павелецкая 2-Я, д. 14 |
| 181 | ОАО «МЗ «Арсенал» | 195009, г. Санкт-Петербург, ул. Комсомола, д. 1 кв. 3 (Офисно-складской комплекс «Арсенал») |
| 182 | ПАО «МЗИК» | 620017, Свердловская обл, г. Екатеринбург, проспект Космонавтов, д. 18 |
| 183 | ПАО «Микрон» | 124460, г. Москва, г. Зеленоград, проезд Западный 1-й, д. 12 стр. 1 |
| 184 | ООО «Мир мягкой игрушки» | 445047, Самарская обл, г. Тольятти, ул. Льва Яшина, д. 14 (Торгово-развлекательный центр «Мадагаскар») |
| 185 | ОАО «МИС» | 123104, г. Москва, ул. Бронная М, д. 15Б |
| 186 | ПАО «Михайловский ГОК» | 307170, Курская обл, г. Железногорск, ул. Ленина, д. 21 |
| 187 | ОАО «ММК» | 455000, Челябинская обл, г. Магнитогорск, ул. Кирова, д. 93 |
| 188 | АО «ММП имени В.В. Чернышева» | 125362, г. Москва, ул. Вишнёвая, д. 7 |
| 189 | АО «Мобильные ГТЭС» | 121353, г. Москва, ул. Беловежская, д. 4 блок Б (Бизнес-центр «Western Gate») |
| 190 | АО «Монди СЛПК» | 167026, Коми респ., г. Сыктывкар, проспект Бумажников, д. 2 |
| 191 | ПАО «Мордовцемент» | 431720, Мордовия респ, Чамзинский район, рабочий пос. Комсомольский |
| 192 | ООО «Мортон-РСО» | 111024, г. Москва, ул. Авиамоторная, д. 19 ком. 20 |
| 193 | ПАО «Московская объединенная электросетевая компания» ПАО «МОЭСК» | 115114, г. Москва, проезд Павелецкий 2-Й, д. 3 корп. 2 |
| 194 | АО «Московский комбинат хлебопродуктов» | 141207, Московская обл, Пушкинский район, г. Пушкино, ул. 1-Я Серебрянская, д. 21 |
| 195 | ОАО «Мостоотряд №19» | 198320, г. Санкт-Петербург, г. Красное Село, проспект Ленина, д. 77А корп. - кв |
| 196 | ОАО «Мостострой №6» | 194100, г. Санкт-Петербург, проспект Большой Сампсониевский, д. 68 (Бизнес-центр «Выборгская Застава») |
| 197 | АО «Мостострой-11» | 628408, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Сургут, ул. Энергетиков, д. 26 |
| 198 | ПАО «Мостотрест» | 121087, г. Москва, ул. Барклая, д. 6 стр. 5 |
| 199 | ПАО «Мосэнерго» | 119526, г. Москва, проспект Вернадского, д. 101 корп. 3 |
| 200 | ПАО «Мосэнергосбыт» | 117312, г. Москва, ул. Вавилова, д. 9 |
| 201 | ПАО «Мотовилихинские заводы» | 614014, Пермский край, г. Пермь, ул. 1905 года, д. 35 стр. 245 |
| 202 | ПАО «МОЭК» | 119048, г. Москва, ул. Ефремова, д. 10 (Бизнес-центр «Efremova 10») |
| 203 | ПАО «МРСК Волги» | 410031, Саратовская обл, г. Саратов, ул. Первомайская, д. 42/44 |
| 204 | ПАО «МРСК Северного Кавказа» | 357506, Ставропольский кр, г. Пятигорск, ул. Подстанционная, д. 13А |
| 205 | ПАО «МРСК Северо-Запада» | 188304, Ленинградская обл, Гатчинский район, г. Гатчина, ул. Соборная, д. 31 |
| 206 | ПАО «МРСК Сибири» | 660021, Красноярский кр, г. Красноярск, ул. Бограда, д. 144А кв |
| 207 | ОАО «МРСК Урала» | 620026, Свердловская обл, г. Екатеринбург, ул. Мамина-Сибиряка, д. 140 |
| 208 | ПАО «МРСК Центра и Приволжья» | 603950, Нижегородская обл., г. Нижний Новгород, ул. Рождественская, д. 33 |
| 209 | ПАО «МРСК ЦЕНТРА» | 127018, г. Москва, ул. Ямская 2-я, д. 4 |
| 210 | ПАО «МРСК Юга» | 344002, Ростовская обл., г. Ростов-на-Дону, ул. Большая Садовая, д. 49 |
| 211 | ПАО «МСЗ» | 144001, Московская обл, г. Электросталь, ул. Карла Маркса, д. 12 |
| 212 | АО «МСМ-5» | 129090, г. Москва, ул. Мещанская, д. 22 |
| 213 | ПАО «МТС» | 109147, г. Москва, ул. Марксистская, д. 4 |
| 214 | ПАО «Мурманский траловый флот» или ПАО «МТФ» | 183038, Мурманская обл., г. Мурманск, ул. Шмидта, д. 43 |
| 215 | ОАО «Нагатино-Сити» | 117105, г. Москва, ул. Нагатинская, д. 1 |
| 216 | ПАО «Надеждинский металлургический завод» | 624992, Свердловская обл., г. Серов, ул. Агломератчиков, д. 6 |
| 217 | АО «НАК «Азот» | 301660, Тульская обл, Новомосковский район, г. Новомосковск, ул. Связи, д. 10 |
| 218 | ООО Зерновая компания «Настюша» | 107045, г. Москва, пер. Рыбников, д. 4 |
| 219 | АО «Научно-производственная корпорация «Уралвагонзавод» | 622007, Свердловская обл, г. Нижний Тагил, шоссе Восточное, д. 28 |
| 220 | ООО «НГК «Итера» | 117209, г. Москва, проспект Севастопольский, д. 28 корп. 1 |
| 221 | АО «Невинномысский Азот» | 357107, Ставропольский кр, г. Невинномысск, ул. Низяева, д. 1 |
| 222 | ОАО «Невская косметика» | 192029, г. Санкт-Петербург, проспект Обуховской Обороны, д. 80 |
| 223 | ПАО «НЗХК» | 630110, Новосибирская обл., г. Новосибирск, ул. Богдана Хмельницкого, д. 94 |
| 224 | ЗАО «Нижневартовская ГРЭС» | 628634, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, Нижневартовский район, пгт. Излучинск, микрорайон Нижневартовская Грэс, д. ПРОМЗОНА |
| 225 | ПАО «НижнекамскнефтехИМ» | 423570, Татарстан респ, Нижнекамский район, г. Нижнекамск, тер. Оао Нижнекамскнефтехим |
| 226 | ПАО «НК «Роснефть» | 115035, г. Москва, набережная Софийская, д. 26/1 |
| 227 | ПАО «НЛМК» | 398040, Липецкая обл, г. Липецк, пл. Металлургов, д. 2 |
| 228 | АО «НЛМК-Урал» | 623281, Свердловская обл, г. Ревда, ул. Карла Либкнехта, д. 3 |
| 229 | АО «НМЖК» | 603028, Нижегородская обл, г. Нижний Новгород, шоссе Жиркомбината, д. 11 |
| 230 | ПАО «НМЗ» | 603052, Нижегородская обл., г. Нижний Новгород, шоссе Сормовское, д. 21 |
| 231 | АО «ННГ» | 630004, Новосибирская обл, г. Новосибирск, ул. Ленина, д. 21/1 корп. 2 этаж 2,3 |
| 232 | АО «ННК-АКТИВ» | 119019, г. Москва, пл. Арбатская, д. 1 (Бизнес-центр) |
| 233 | АО «ННК-Хабаровский НПЗ» | 680011, Хабаровский край, г. Хабаровск, ул. Металлистов, д. 17 |
| 234 | ПАО «Новатэк» | 629850, Ямало-Ненецкий окр, Пуровский район, г. Тарко-Сале, ул. Победы, д. 22-А |
| 235 | ООО «Новатэк-таркосаленефтегаз» | 629850, Ямало-Ненецкий окр, Пуровский район, г. Тарко-Сале, ул. Тарасова, д. 28 |
| 236 | АО «Норильскгазпром» | 663318, Красноярский кр, г. Норильск, пл. Газовиков Заполярья, д. 1 |
| 237 | ПАО «НПО «Алмаз» | 125190, г. Москва, проспект Ленинградский, д. 80 корп. 16 |
| 238 | ПАО «НПО «Сатурн» | 152903, Ярославская обл, Рыбинский район, г. Рыбинск, проспект Ленина, д. 163 |
| 239 | ОАО «НЦ» | 353902, Краснодарский кр, г. Новороссийск, шоссе Сухумское, д. 60 |
| 240 | АО «НЭФИС Косметикс» | 420021, Татарстан респ, г. Казань, ул. Габдуллы Тукая, д. 152 |
| 241 | ООО «О`кей» | 195213, г. Санкт-Петербург, проспект Заневский, д. 65 корп. 1 литера. А |
| 242 | ПАО «ОГК-2» | 356126, Ставропольский край, Изобильненский район, пос. Солнечнодольск, корп. Д |
| 243 | АО «ОДК-ПМ» | 614010, Пермский кр, г. Пермь, проспект Комсомольский, д. 93 |
| 244 | АО «Олкон» | 184530, Мурманская обл, г. Оленегорск, проспект Ленинградский, д. 2 |
| 245 | ПАО ОМЗ | 115035, г. Москва, набережная Овчинниковская, д. 20 стр. 2 |
| 246 | ОАО «ОНГГ» | 628402, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Сургут, ул. Федорова, д. 68 корп. А |
| 247 | ПАО «ОПИН» | 123104, г. Москва, бульвар Тверской, д. 13 стр. 1 |
| 248 | ПАО «Оренбургнефть» | 461040, Оренбургская обл, г. Бузулук, ул. Магистральная, д. 2 |
| 249 | ПАО «Орскнефтеоргсинтез» | 462407, Оренбургская обл., г. Орск, ул. Гончарова, д. 1А |
| 250 | ЗАО «Осташковский кожевенный завод» | 172735, Тверская обл, Осташковский район, г. Осташков, ул. Рабочая, д. 60 |
| 251 | ПАО «Отисифарм» | 123317, г. Москва, ул. Тестовская, д. 10 (Бизнес-квартал «Симоновский») |
| 252 | ЗАО МПБК «Очаково» | 121471, г. Москва, ул. Рябиновая, д. 44 |
| 253 | АО «ОЭМК» | 309515, Белгородская обл, г. Старый Оскол, проспект Алексея Угарова, д. 218 здание 2 |
| 254 | АО «Петербургская сбытовая компания» | 195009, г. Санкт-Петербург, ул. Михайлова, д. 11 |
| 255 | АО «ПИ» | 115088, г. Москва, ул. Дубровская 1-Я, д. 14 корп. 1 |
| 256 | ООО «Пивдом» | 141008, Московская обл, Мытищи окр, г. Мытищи, ул. Летная, д. 15/20 этаж 1 пом. 18 |
| 257 | ООО «Пивоваренная компания «Балтика» | 194292, г. Санкт-Петербург, пер. 6-Й Верхний, д. 3 |
| 258 | АО «Пивоварня МОСКВА-Эфес» | 117546, г. Москва, ул. Подольских Курсантов, д. 15Б |
| 259 | ООО «ПК Борец», ООО «Производственная компания «Борец» | 121467, г. Москва, ул. Молдавская, д. 5 |
| 260 | ОАО «ПНТЗ» | 623100, Свердловская обл, г. Первоуральск, ул. Торговая, д. 1 |
| 261 | АО «ПО «УОМЗ» | 620100, Свердловская обл, г. Екатеринбург, ул. Восточная, д. 33 корп. Б |
| 262 | ПАО «ППГХО» | 674673, Забайкальский край, Краснокаменский район, г. Краснокаменск, проспект Строителей, д. 11 |
| 263 | ООО «Праймери Дон» | 344002, Ростовская обл, г. Ростов-На-Дону, ул. 1-Я Луговая, д. 17 |
| 264 | АО «Прогресс» | 398902, Липецкая обл, г. Липецк, ул. Ангарская, д. 2 |
| 265 | ПАО ААК «Прогресс» | 692335, Приморский край, г. Арсеньев, пл. Ленина, д. 5 |
| 266 | ОАО «Промтрактор» | 428027, Чувашская (Чувашия) респ., г. Чебоксары, ул. Хузангая, д. 26 корп. Б |
| 267 | ПАО «Протон-ПМ» | 614010, Пермский край, г. Пермь, проспект Комсомольский, д. 93 |
| 268 | АО «Разрез Тугнуйский» | 671353, Бурятия респ, Мухоршибирский район, пос. Саган-Нур, проспект 70 Лет Октября, д. 49 |
| 269 | ПАО «РАО ЭС Востока» | 680021, Хабаровский край, г. Хабаровск, ул. Ленинградская, д. 46 |
| 270 | ПАО «Распадская» | 652870, Кемеровская обл., г. Междуреченск, ул. Мира, д. 106 |
| 271 | ООО «РГС недвижимость» | 119017, г. Москва, ул. Ордынка Б., д. 40 стр. 4 |
| 272 | АО «Ретал» | 141006, Московская обл, Мытищи окр, г. Мытищи, проспект Олимпийский, д. 46 корп. 4 |
| 273 | АО «Рим» | 686070, Магаданская обл, Тенькинский район, пос. Матросова |
| 274 | АО «Ритэк» | 443041, Самарская обл, г. Самара, ул. Ленинская, д. 120А |
| 275 | АО «РН Холдинг» | 626170, Тюменская обл, Уватский район, с. Уват, ул. Октябрьская, д. 60 |
| 276 | АО «РН-Москва» | 117152, г. Москва, шоссе Загородное, д. 1 |
| 277 | ПАО «Роствертол» | 344038, Ростовская обл, г. Ростов-На-Дону, ул. Новаторов, д. 5 |
| 278 | ПАО «Ростелеком» | 191002, г. Санкт-Петербург, ул. Достоевского, д. 15 |
| 279 | ОАО «Рот фронт» | 115184, г. Москва, пер. Новокузнецкий 2-Й, д. 13/15 |
| 280 | АО «Русал Ачинск» | 662153, Красноярский кр, г. Ачинск, тер. Южная Промзона, кв. АРТАЛ XII стр. ОЕНИЯ 1 кв |
| 281 | ОАО «Русал Братск» | Иркутская обл, г. Братск |
| 282 | АО «Русал Красноярск» | 660111, Красноярский кр, г. Красноярск, ул. Пограничников, д. 40 |
| 283 | АО «Русал Саяногорск» | 655603, Хакасия респ, г. Саяногорск, тер. Промплощадка |
| 284 | ПАО «Русгидро» | 660017, Красноярский кр, г. Красноярск, ул. Дубровинского, д. 43 корп. 1 |
| 285 | ПАО «Русполимет» | 607018, Нижегородская обл., г. Кулебаки, ул. Восстания, д. 1 |
| 286 | ПАО «Рязаньнефтепродукт» | 390013, Рязанская обл, г. Рязань, ул. Товарный Двор (Станция Рязань-1, д. 80 |
| 287 | ООО «Самаратранснефть-терминал» | 443536, Самарская обл, Волжский район, с. Николаевка корп. (2,3 км. ВОСТОЧНЕЕ СЕЛА |
| 288 | ОАО «САРАТОВНЕФТЕГАЗ» | 410056, Саратовская обл, г. Саратов, ул. Им Сакко И Ванцетти, д. 21 |
| 289 | ПАО «Саратовский НПЗ» | 410022, Саратовская обл., г. Саратов, ул. Брянская, д. 1 |
| 290 | ПАО «Сахалинэнерго» | 693020, Сахалинская обл, г. Южно-Сахалинск, проспект Коммунистический, д. 43 |
| 291 | НАО «Свеза Кострома» | 156961, Костромская обл, г. Кострома, ул. Комсомольская, д. 2 |
| 292 | ОАО «Святогор» | 624330, Свердловская обл, г. Красноуральск, ул. Кирова, д. 2 корп., кв |
| 293 | ПАО «Севералмаз» | 163000, Архангельская обл, г. Архангельск, ул. Карла Маркса, д. 15 |
| 294 | ПАО СЗ «Северная верфь» | 198096, г. Санкт-Петербург, ул. Корабельная, д. 6 |
| 295 | ПАО «Северсталь» | 162608, Вологодская обл, г. Череповец, ул. Мира, д. 30 |
| 296 | ОАО «Северсталь-метиз» | 162610, Вологодская обл, г. Череповец, ул. 50-Летия Октября, д. 1/33 |
| 297 | ОАО «Седьмой континент» | 125581, г. Москва, ул. Фестивальная, д. 8 корп. 1 |
| 298 | ПАО «Селигдар» | 678900, Саха /Якутия/ респ., Алданский у, г. Алдан, ул. 26 Пикет, д. 12 |
| 299 | ООО «СЖИ» | 115088, г. Москва, ул. Шарикоподшипниковская, д. 1 этаж 5 ком, 8 (Бизнес-центр «Прогресс Плаза») |
| 300 | АО «СЗФ» | 624992, Свердловская обл, г. Серов, ул. Нахабина, д. 1 |
| 301 | СП ООО «Сибакадемстрой» | 630099, Новосибирская обл, г. Новосибирск, ул. Каменская, д. 7 офис 505 (Бизнес-центр «Hilton Hotel & Business Centre») |
| 302 | АО «Сибмост» | 630099, Новосибирская обл, г. Новосибирск, проспект Димитрова, д. 16 |
| 303 | ПАО «Сибур холдинг» | 626150, Тюменская обл, г. Тобольск, тер. Восточный Промышленный Район, квартал 1-Й, д. 6 корп. 30 |
| 304 | АО «Сибэко» | 630099, Новосибирская обл, г. Новосибирск, ул. Чаплыгина, д. 57 |
| 305 | ПАО «Силовые машины» | 195009, г. Санкт-Петербург, ул. Ватутина, д. 3 литера А |
| 306 | ПАО «Синтз» | 623401, Свердловская обл., г. Каменск-Уральский, ул. Заводской проезд, д. 1 |
| 307 | ОАО «Славнефть-ЯНОС» | 150023, Ярославская обл., г. Ярославль, проспект Московский, д. 130 |
| 308 | АО «СМАЗ» | 214006, Смоленская обл., г. Смоленск, ул. Фрунзе, д. 74 |
| 309 | АО «СМТ» | 129090, г. Москва, пер. Астраханский, д. 17/27 стр. 2 |
| 310 | ОАО «СН-МНГ» | 628680, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Мегион, ул. А.М. Кузьмина, д. 51 |
| 311 | ОАО «СН-МНГГ» | 628681, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Мегион, ул. Нефтеразведочная, д. 2 |
| 312 | АО «СНХРС» | 453256, Башкортостан респ, г. Салават, ул. Молодогвардейцев, д. 27 |
| 313 | АО «Соликамскбумпром» | 618548, Пермский край, г. Соликамск, ул. Коммунистическая, д. 21 |
| 314 | АО «ССЗ «Вымпел» | 152912, Ярославская обл, Рыбинский район, г. Рыбинск, ул. Новая, д. 4 |
| 315 | ПАО «СТЗ» | 623388, Свердловская обл., г. Полевской, ул. Вершинина, д. 7 |
| 316 | ОАО «Стойленский ГОК» | 309504, Белгородская обл, г. Старый Оскол, тер. Юго-Западный Промрайон, пос. Фабричная Проезд-4 |
| 317 | ОАО «СТПС» | 630089, Новосибирская обл, г. Новосибирск, ул. Федосеева, д. 2 |
| 318 | АО «Стройтрансгаз», АО «СТГ» | 125284, г. Москва, ул. Беговая, д. 3 корп. 1 (Бизнес-центр «Nordstar Tower») |
| 319 | АО «СУ-155» | 119261, г. Москва, проспект Ленинский, д. 81 |
| 320 | АО «Суал» | 623406, Свердловская обл, г. Каменск-Уральский, ул. Заводская, д. 10 |
| 321 | ОАО «Сумз», ОАО «Среднеуральский медеплавильный завод» | 623280, Свердловская обл., г. Ревда |
| 322 | ОАО «Сургутнефтегаз» | 628415, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Сургут, ул. Григория Кукуевицкого, д. 1 корп. 1 |
| 323 | ОАО «Сухоложскцемент» | 624803, Свердловская обл, Сухоложский район, г. Сухой Лог, ул. Кунарская, д. 20 |
| 324 | АО «Суэк» | 115054, г. Москва, ул. Дубининская, д. 53 стр. 7 (Бизнес-центр «Квартал Сити») |
| 325 | АО «Суэк-красноярск» | 660049, Красноярский кр, г. Красноярск, ул. Ленина, д. 35 корп. 2 |
| 326 | АО «Суэк-Кузбасс» | 652507, Кемеровская обл, г. Ленинск-Кузнецкий, ул. Васильева, д. 1 |
| 327 | ПАО «СФ «Алмаз» | 197110, г. Санкт-Петербург, проспект Петровский, д. 26 |
| 328 | АО «СХК» | 636039, Томская обл, г. Северск, ул. Курчатова, д. 1 |
| 329 | ПАО «Т Плюс» | 143421, Московская обл, Красногорский район, автодор. Балтия, тер. 26 Км Бизнес-Центр Рига-Ленд стр. 3 |
| 330 | ПАО «Тагмет» | 347928, Ростовская обл., г. Таганрог, ул. Заводская, д. 1 |
| 331 | АО «Тайфун» | 248009, Калужская обл., г. Калуга, ул. Грабцевское шоссе, д. 174 |
| 332 | ПАО «ТАНТК ИМ. Г.М. Бериева» | 347923, Ростовская обл., г. Таганрог, пл. Авиаторов, д. 1 |
| 333 | ПАО «Татнефть» ИМ. В.Д. Шашина | 423450, Татарстан респ, Альметьевский район, г. Альметьевск, ул. Ленина, д. 75 |
| 334 | ПАО «Таттелеком» | 420061, Татарстан респ, г. Казань, ул. Николая Ершова, д. 57 |
| 335 | АО «Татэнерго» | 420021, Татарстан респ, г. Казань, ул. Марселя Салимжанова, д. 1 |
| 336 | ОАО «ТВЗ» | 170003, Тверская обл., г. Тверь, шоссе Петербургское, д. 45 корп. Б |
| 337 | ПАО «ТГК-1» | 198188, г. Санкт-Петербург, ул. Броневая, 6 литера Б |
| 338 | АО «ТГК-11» | 644037, Омская обл, г. Омск, ул. Партизанская, д. 10 |
| 339 | ПАО «ТГК-14» | 672090, Забайкальский край, г. Чита, ул. Профсоюзная, д. 23 |
| 340 | ОАО «ТГК-16» | 420097, Татарстан респ, г. Казань, ул. Зинина, д. 10 офис 507 |
| 341 | ПАО «ТГК-2» | 150040, Ярославская обл., г. Ярославль, проспект Октября, д. 42 |
| 342 | ОАО «ТД «КОПЕЙКА» | 127560, г. Москва, ул. Конёнкова, д. 5 |
| 343 | ООО «ТД Мечел» | 127083, г. Москва, ул. Мишина, д. 35 |
| 344 | ОАО «ТД ЦУМ» | 103779, г. Москва, ул. Петровка, д. 2 (Торгово-развлекательный центр «ЦУМ») |
| 345 | ОАО «ТЕЛЕ2-Санкт-Петербург» | 197374, г. Санкт-Петербург, дор. Торфяная, д. 7 литера Ф |
| 346 | ООО «ТК «Евразхолдинг» | 121353, г. Москва, ул. Беловежская, д. 4 (Бизнес-центр «Western Gate») |
| 347 | ПАО «ТНС Энерго Ростов-на-Дону» | 344022, Ростовская обл, г. Ростов-На-Дону, пер. Журавлева, д. 47 |
| 348 | ОАО «ТОАЗ» | 445045, Самарская обл., г. Тольятти, шоссе Поволжское, д. 32 |
| 349 | ОАО «Томскнефть» ВНК | 636780, Томская обл, г. Стрежевой, ул. Буровиков, д. 23 |
| 350 | ЗАО «Торговый ДОМ «Перекресток» | 103473, г. Москва, пл. Суворовская, д. 1 |
| 351 | ЗАО «Трансмашхолдинг» | 115054, г. Москва, набережная Озерковская, д. 54 стр. 1 |
| 352 | АО «Транснефтепродукт» | 119311, г. Москва, проспект Вернадского, д. 8А (Бизнес-центр «Silver House») |
| 353 | АО «Трубодеталь» | 454904, Челябинская обл, г. Челябинск, ул. Челябинская, д. 23 |
| 354 | ПАО «Тулачермет» | 300016, Тульская обл., г. Тула, ул. Пржевальского, д. 2 |
| 355 | ОАО «Тулаэнергосбыт» | 300012, Тульская обл, г. Тула, ул. Тимирязева, д. 99 корп. В |
| 356 | ПАО «Тульский оружейный завод» | 300002, Тульская обл, г. Тула, ул. Советская, д. 1-А |
| 357 | АО «Тюменнефтегаз» | 625000, Тюменская обл, г. Тюмень, ул. Ленина, д. 67 корп. - кв |
| 358 | АО «Тюменьэнерго» | 628408, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Сургут, ул. Университетская, д. 4 |
| 359 | АО «Тяжмаш» | 446010, Самарская обл, г. Сызрань, ул. Гидротурбинная, д. 13 |
| 360 | АО «У-УАЗ» | 670009, Бурятия респ, г. Улан-Удэ, ул. Хоринская, д. 1 |
| 361 | ООО «УАЗ» | 432034, Ульяновская обл, г. Ульяновск, шоссе Московское, д. 92 |
| 362 | ОАО «Удмуртнефть» | 426057, Удмуртская респ., г. Ижевск, ул. Красноармейская, д. 182 |
| 363 | ООО «УК «Заречная» | 652562, Кемеровская обл., г. Полысаево, ул. Макаренко, д. 2 |
| 364 | ОАО «УК «Кузбассразрезуголь» | 650054, Кемеровская обл, г. Кемерово, бульвар Пионерский, д. 4 корп. А |
| 365 | ПАО «УМПО» | 450039, Башкортостан респ, г. Уфа, ул. Ферина, д. 2 |
| 366 | ОАО «Ураласбест» | 624260, Свердловская обл., г. Асбест, ул. Уральская, д. 66 |
| 367 | ПАО «Уралкалий» | 618426, Пермский кр, г. Березники, ул. Пятилетки, д. 63 |
| 368 | ПАО «УРАЛКУЗ» | 456440, Челябинская обл., г. Чебаркуль, ул. Дзержинского, д. 7 |
| 369 | ПАО «Уралмашзавод» | 620012, Свердловская обл., г. Екатеринбург, пл. 1-й Пятилетки |
| 370 | ОАО «Уралтрубпром» | 623107, Свердловская обл, г. Первоуральск, ул. Сакко И Ванцетти, д. 28 |
| 371 | АО «Уралэлектромедь» | 624091, Свердловская обл., г. Верхняя Пышма, проспект Успенский, д. 1 |
| 372 | АО «Ургалуголь» | 682030, Хабаровский кр, Верхнебуреинский район, рабочий пос. Чегдомын, ул. Магистральная, д. 2 |
| 373 | ОАО «Уфалейникель» | 456800, Челябинская обл, г. Верхний Уфалей, ул. Победы, д. 1 |
| 374 | ПАО «Уфаоргсинтез» | 450037, Башкортостан респ., г. Уфа |
| 375 | АО «Учалинский ГОК» | 453700, Башкортостан респ, Учалинский район, г. Учалы, ул. Горнозаводская, д. 2 |
| 376 | ПАО «Фармстандарт» | 141700, Московская обл., г. Долгопрудный, проезд Лихачевский, д. 5 корп. Б |
| 377 | ОАО «Фармстандарт-Уфавита» | 450077, Башкортостан респ, г. Уфа, ул. Худайбердина, д. 28 |
| 378 | ОАО «Фортум» | 454077, Челябинская обл, г. Челябинск, тракт Бродокалмакский, д. 6 |
| 379 | ПАО «ФСК ЕЭС» | 117630, г. Москва, ул. Челомея Академика, д. 5А кв |
| 380 | ООО «Хлебозавод №6» | 119048, г. Москва, ул. Фрунзенская 3-Я, д. 19 этаж 1 пом. VII ком. 14-23 |
| 381 | ООО «Холсим (РУС) СМ» | 140414, Московская обл, г. Коломна, ул. Цементников, д. 1 |
| 382 | АО «Хорус Финанс» | 109004, г. Москва, ул. Станиславского, д. 21 стр. 7 |
| 383 | ПАО «ЦМТ» | 123610, г. Москва, набережная Краснопресненская, д. 12 (Бизнес-центр «Центр Международной Торговли») |
| 384 | ОАО «ЧАЗ» | 428022, Чувашская Республика - Чувашия, г. Чебоксары, проспект Мира, д. 1 |
| 385 | ПАО «ЧЗПСН-Профнастил» | 454074, Челябинская обл., г. Челябинск, ул. Валдайская, д. 7 |
| 386 | АО «ЧМЗ» | 618200, Пермский кр, г. Чусовой, ул. Трудовая, д. 13 |
| 387 | АО ЧМЗ | 427622, Удмуртская респ., г. Глазов, ул. Белова, д. 7 |
| 388 | ПАО «ЧМК» | 454047, Челябинская обл, г. Челябинск, ул. Павелецкая 2-Я, д. 14 |
| 389 | ПАО «ЧТПЗ» | 454129, Челябинская обл., г. Челябинск, ул. Машиностроителей, д. 21 |
| 390 | ПАО «ЧЦЗ» | 454008, Челябинская обл, г. Челябинск, тракт Свердловский, д. 24 |
| 391 | АО «ЧЭМК» | 454081, Челябинская обл, г. Челябинск, ул. Героев Танкограда, д. 80-П корп. 80 |
| 392 | ОАО «Щёкиноазот» | 301212, Тульская обл, Щекинский район, рабочий пос. Первомайский, ул. Симферопольская, д. 19 |
| 393 | ОАО «Эй Джи Си Бсз» | Нижегородская обл., г. Бор |
| 394 | ОАО «Электрозавод» | 107023, г. Москва, ул. Электрозаводская, д. 21 |
| 395 | АО «Электроцентромонтаж» | 121059, г. Москва, набережная Бережковская, д. 18А |
| 396 | ПАО «Энел Россия» | 620014, Свердловская обл., г. Екатеринбург, ул. Хохрякова, д. 10 (Бизнес-центр «Палладиум») |
| 397 | ОАО «Энергосбыт плюс» | 143421, Московская обл, Красногорский район, автодор. Балтия, тер. 26 Км Бизнес-Центр Рига-Ленд корп. 3 |
| 398 | АО «ЭР-Телеком холдинг» | 614000, Пермский край, г. Пермь, ул. Монастырская, д. 15 |
| 399 | ОАО «ЭФКО» | 309850, Белгородская обл, Алексеевский район, г. Алексеевка, ул. Фрунзе, д. 2 корп., кв |
| 400 | ПАО «Южный Кузбасс» | 652877, Кемеровская обл, г. Междуреченск, ул. Юности, д. 6 |
| 401 | ПАО «Юнипро» | 628406, Ханты-Мансийский Автономный Округ - Югра окр, г. Сургут, ул. Энергостроителей, д. 23 корп. 34 |
| 402 | ПАО «Якутскэнерго» | 677009, Саха /Якутия/ респ., г. Якутск, ул. Федора Попова, д. 14 |
| 403 | ООО «ЯНДЕКС» | 119021, г. Москва, ул. Льва Толстого, д. 16 (Офисное здание) |
| 404 | ОАО «ЯТЭК» | 678214, Саха /Якутия/ респ, Вилюйский у, пос. Кысыл-Сыр, ул. Ленина, д. 4 |

**Приложение 2**

Распределение компаний в выборке по регионам

|  |  |
| --- | --- |
| Регион | % компаний в выборке |
| Адыгея (Республика) (Адыгея) | 0,1% |
| Алтай (Республика) | 0,1% |
| Алтайский край | 0,4% |
| Амурская область | 0,3% |
| Архангельская область | 0,5% |
| Астраханская область | 0,2% |
| Башкортостан (Республика) | 1,4% |
| Белгородская область | 1,0% |
| Брянская область | 0,3% |
| Бурятия (Республика) | 0,2% |
| Владимирская область | 0,4% |
| Волгоградская область | 0,5% |
| Вологодская область | 0,2% |
| Воронежская область | 0,8% |
| Дагестан (Республика) | 0,1% |
| Еврейская автономная область | 0,1% |
| Забайкальский край | 0,3% |
| Ивановская область | 0,1% |
| Иркутская область | 1,1% |
| Кабардино-Балкарская Республика | 0,1% |
| Калининградская область | 0,5% |
| Калужская область | 0,7% |
| Камчатский край | 0,2% |
| Карачаево-Черкесская Республика | 0,1% |
| Карелия (Республика) | 0,2% |
| Кемеровская область | 1,8% |
| Коми (Республика) | 0,4% |
| Костромская область | 0,2% |
| Краснодарский край | 1,9% |
| Красноярский край | 1,8% |
| Курганская область | 0,1% |
| Курская область | 0,4% |
| Ленинградская область | 1,8% |
| Липецкая область | 0,3% |
| Магаданская область | 0,4% |
| Марий Эл (Республика) | 0,2% |
| Мордовия (Республика) | 0,1% |
| Москва | 36,0% |
| Московская область | 7,3% |
| Мурманская область | 0,3% |
| Нижегородская область | 1,3% |
| Новгородская область | 0,2% |
| Новосибирская область | 1,3% |
| Омская область | 0,5% |
| Оренбургская область | 0,6% |
| Орловская область | 0,2% |
| Пензенская область | 0,2% |
| Пермский край | 1,2% |
| Приморский край | 0,9% |
| Псковская область | 0,1% |
| Республика Крым | 0,2% |
| Ростовская область | 1,5% |
| Рязанская область | 0,3% |
| Самарская область | 1,4% |
| Санкт-Петербург | 7,5% |
| Саратовская область | 0,4% |
| Саха (Республика) (Якутия) | 0,9% |
| Сахалинская область | 0,1% |
| Свердловская область | 3,2% |
| Смоленская область | 0,3% |
| Ставропольский край | 0,5% |
| Тамбовская область | 0,3% |
| Татарстан (Республика) (Татарстан) | 2,7% |
| Тверская область | 0,3% |
| Томская область | 0,7% |
| Тульская область | 0,7% |
| Тыва (Республика) | 0,1% |
| Тюменская область | 5,3% |
| Удмуртская Республика | 0,8% |
| Ульяновская область | 0,3% |
| Хабаровский край | 0,8% |
| Хакасия (Республика) | 0,2% |
| Челябинская область | 1,6% |
| Чеченская Республика | 0,1% |
| Чувашская Республика-Чувашия | 0,5% |
| Чукотский автономный округ | 0,2% |
| Ярославская область | 0,6% |

[**Вернуться в каталог дипломов по менеджменту**](http://учебники.информ2000.рф/management3/management3.shtml)

[**Написание на заказ курсовых, контрольных, дипломов...**](http://заказ.информ2000.рф/student.shtml)

[**Написание на заказ научных статей, диссертаций...**](http://заказ.информ2000.рф/dissertation.shtml)

[**ШКОЛЬНИКАМ: онлайн-репетиторы и курсы**](http://заказ.информ2000.рф/shkolnik.shtml)

[**Приглашаем авторов**](http://заказ.информ2000.рф/avtor.shtml)