Влияние налогового планирования на рыночную стоимость российских публичных компаний

Егорова А.О., студент,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Аннотация. Основной целью проведенного исследования являлось определение влияния налогового планирования на рыночную стоимость фирм, котирующихся на Московской бирже. Помимо прочего, в работе рассмотрены вопросы взаимосвязи таких характеристик фирмы, как ее размер, структура капитала, рентабельность активов, интенсивность инвестиций от стоимости фирмы. Эмпирическое исследование охватило выборку 35 нефинансовых публичных российских компаний за период 2016-2018 гг., входящих в индекс ММВБ. По итогам исследования были сделаны выводы о степени влияния вышеперечисленных показателей на стоимость компаний.

Ключевые слова: рыночная стоимость, налоговое планирование, налоговая оптимизация, структура капитала, рентабельность активов, интенсивность инвестиций

Impact of tax planning on the market value of Russian public companies

Egorova A. O., Student,
Financial University under the Government of Russia, Moscow, Russia

Annotation. The Main purpose of the research was to determine the impact of tax planning on the market value of firms listed on the Moscow exchange. Among other things, the paper deals with the relationship of such characteristics of the company as its size, capital structure, return on assets, the intensity of investment from the value of the company. The empirical study covered a sample of 35 non-financial public Russian companies for the period 2016-2018 included in the MICEX index.

According to the results of the study, conclusions were made about the degree of influence of the above indicators on the value of companies.

Keywords: market value, tax planning, tax optimization, capital structure, return on assets, investment intensity

1. Вступление

Главная цель компаний заключается в максимизации ее рыночной стоимости. В связи с этим, деятельность менеджмента любой компании должна быть ориентирована на максимизацию притока и минимизацию оттока денежных средств из бизнеса. Финансовый менеджмент при формировании данной стратегии основывается на различных факторах стоимости. В литературе встречаются такие параметры, влияющие на стоимость компании, как размер чистой прибыли, дивидендная политика, структура капитала компании, стоимость собственных и заемных средств. Зачастую в российской практике не уделяют должного внимания системе налогообложения и ее оптимизации в контексте влияния на рыночную стоимость компании. Учитывая предполагаемые возможности налогового планирования фирм и связанные с этим выгоды и издержки, интересным представляется исследование характера взаимосвязи между налоговым планированием и рыночной стоимостью фирм. Анализ конкретных механизмов, посредством которых налоговое планирование влияет на стоимость фирмы, важен для глубокого понимания взаимосвязи между налоговым планированием и стоимостью фирмы с одной стороны, и относительно того, как инвесторы воспринимают риск налогового планирования с другой стороны.

Целью исследования являлось изучение взаимосвязи между налоговым планированием и рыночной стоимостью компании, а так же дополнение существующей литературы о последствиях налоговой оптимизации на стоимость фирмы в контексте России. Практическое значение проведенного исследования заключается в том, что основные положения, изложенные в статье, могут быть применены менеджерами компаний при разработке стратегии

компании для повышения ее стоимости. В исследовании использовались данные 35 публичных компаний с 2016-2018 гг., входящих в индекс ММВБ. Помимо налогового планирования, рассматривались и другие зависимые переменные, такие как рентабельность активов, структура капитала, размер активов и интенсивность инвестиций, которые могут влиять на рыночную стоимость компании. В результате проведенного исследования была доказана значительная отрицательная связь между налоговым планированием и стоимостью компании.

Дальнейшая часть исследования разделена на следующие части. Во 2 главе представлен обзор литературы и развитие основной и вспомогательных гипотез. Описание данных, методология и регрессионный анализ содержится в 3 главе, в то время как результаты полученного исследования рассматриваются в 4 главе. В 5 главе представлено заключение по данной работе, а также перспективы дальнейших исследований.

2. Обзор литературы и развитие гипотез

2.1. Налоговое планирование и стоимость фирмы

Налоговое планирование является важным элементом бизнес-стратегии, которое требует внимания со стороны руководителей всех функциональных областях в компании. Теоретическая литература по оценке фирм (Feltham & Ohlson, 1995) и ее эмпирическое применение (Barth, Clinch, & Shibano, 1999; Dechow et al., 1998) обычно использовала прибыль после уплаты налогов и не рассматривала никакого влияния налоговой политики на рыночную стоимость фирмы [2,3].

Поведение налогоплательщиков варьируется от сознательного налогового планирования, налоговой оптимизации до уклонения от уплаты налогов и налогового мошенничества. Так, А.В. Брызгалин рассматривает уменьшение налоговых платежей (налоговую минимизацию) как родовое понятие, включающее в себя в зависимости от способов уменьшения размеров налоговой обязанности незаконную (уклонение от уплаты налогов) и законную (налоговую оптимизацию) деятельность [1]. В свою очередь, налоговая оптимизация рассматривается как такая организация деятельности компании, при которой

налоговые платежи сводятся к минимуму на законных основаниях, без нарушения налогового или уголовного законодательства. Фирмы могут не просто минимизировать свое налоговое бремя, но также учитывать поведение своих конкурентов при принятии решения о налоговом планировании. Тем не менее, налоговое планирование считается достаточно затратным. В первую очередь, необходимо отметить потенциальные затраты, связанные со стратегиями минимизации налогов, такими как внедрение и транзакционные издержки, возможные штрафы и репутационные риски.

На первый взгляд, налоговое планирование приносит выгоду акционерам через увеличение прибыли после уплаты налогов, ведь чем меньше денежных средств изымается из оборота компании в виде налогов, тем больше величина свободного денежного потока, доступного для распределения между акционерами. Так, Amir и Sougiannis обнаружили положительную связь между экономией на налоговом планировании и эффективностью деятельности фирмы [4]. Они аргументировали свои результаты тем, что налог представляет собой одну из стоимостей ведения бизнеса, и любое действие, которое имеет потенциал минимизации налоговых издержек, отражается в более высокой эффективности деятельности фирмы. Данная теория предполагает, что затраты на налоговое планирование не превышают экономию от планирования. Однако эта тема была поставлена под сомнение. В частности, Desai и Dharmapala (2006) предложили включить агентскую теорию в анализ и утверждали, что существование информационной асимметрии между менеджерами и акционерами в ходе налогового планирования может помочь менеджерам управлять доходами в их собственных интересах, что приводит к отрицательной связи между налоговым планированием и стоимостью фирмы [5]. Abdul Wahab и Holland (2012) также заявили, что существует отрицательная связь между налоговым планированием и стоимостью фирмы, несмотря на возможное хорошее корпоративное управление [6]. Согласно вышеупомянутым ученым, налоговое планирование (tax planning) измеряется в три ступени. Для начала необходимо найти эффективную налоговую ставку (ETR), поделив фактические расходы по налогу

на прибыль на прибыль до налогообложения. Затем следует вычислить разницу между номинальной и эффективной ставкой налога на прибыль, и полученное значение умножить на прибыль до налогообложения:

$$\text{TP (tax planning)} = (\text{Nominal tax rate} - \text{ERT}) * \text{Profit before tax}$$

Следует заметить, что налоговое планирование обратно пропорционально налоговой оптимизации. Другими словами, чем ниже эффективная ставка налога на прибыль, тем больше у компании есть возможность сохранить денежные средства. Подводя итог, можно сформировать основную гипотезу нашего исследования:

H_1: Существует значительная связь между налоговым планированием и рыночной стоимостью фирмы.

2.2. Структура капитала и стоимость фирмы

На сегодняшний день вопрос о влиянии заемных и собственных средств на стоимость компании остается дискуссионным. На первый взгляд, оптимальная структура капитала, при которой достигается его минимальная стоимость, позволяет увеличить рыночную стоимость компании. Однако, в 1958 году два выдающихся экономиста Франко Модильяни и Мертон Миллер, опубликовали свою теорию структуры капитала, позже названную теорией Модильяни и Миллера, которая привлекла всеобщее внимание к проблемам финансирования. Модильяни и Миллер сумели доказать отсутствие влияния структуры капитала на стоимость компании. Иными словами, стоимость компании не будет меняться независимо от выбранных источников финансирования. Однако стоит принять во внимание тот факт, что ученые основывались на нескольких крайне серьезных, с экономической точки зрения, допущениях, одними из которых являлись:

- На рынке не существует транзакционных издержек;
- Отсутствуют корпоративные налоги;
- Частные инвесторы не ограничены в заемном финансировании, причем по ставкам идентичным ставкам корпораций;

- Рынок функционирует в рамках симметрии информации.

В работе, опубликованной в 1963 году, Модильяни и Миллер исключили допущение об отсутствии налога на прибыль. Несмотря на это, другие допущения также не соответствует действительности, что ставит под вопрос актуальной данной теории.

Стоит заметить, что структура капитала является одним из компонентов при вычислении ставки дисконтирования для дальнейшего вычисления рыночной стоимости. Исходя из этого, главной целью формирования структуры источников средств компании является установление такого соотношения между собственными и заемными средствами, при котором стоимость акции компании будет наибольшей. В связи с этим, представляется возможным сформулировать следующую гипотезу:

H_2: Между структурой капитала и стоимостью фирмы существует тесная взаимосвязь.

2.3. Размер компании и ее стоимость

Следующим показателем, участвующим в нашей регрессионной модели, является ее размер. Логично предположить, что чем больше активов у компании, тем выше ее рыночная стоимость. Продолжая увеличивать свои размеры, компания становится более привлекательной для рынка. Чем больше размер компании, тем она более диверсифицирована, значит, ей присущ меньший риск и большая стоимость. Что касается предыдущих эмпирических исследований, то американские исследователи Kim и Limpaphayom (1998) подтвердили существование отрицательной связи между размером фирмы и стоимостью фирмы [7]. Однако позже Hanlon и Slemrod (2009) показали, что существует положительная связь между размером фирмы и корпоративной эффективностью [8].

H_3: Размер компании положительно влияет на ее рыночную стоимость.

2.4. Рентабельность активов и стоимость компании

Одним из основных показателей, характеризующих прибыльность компании, является рентабельность ее активов. Данный коэффициент

показывает отдачу от использования всех активов организации, эффективность использования имущества, и, тем самым, позволяет оценить качество работы финансовых менеджеров. Другими словами, он показывает, сколько чистой прибыли в расчете на денежные единицы приносит каждая единица активов, имеющихся в распоряжении компании. Коэффициент рентабельности представляет интерес для инвесторов, поскольку с его помощью можно проанализировать способность организации генерировать прибыль без учета структуры его капитала, оценить ее финансовую надежность, платежеспособность, кредитоспособность, инвестиционную привлекательность, а также конкурентоспособность. В связи с этим, можно выдвинуть следующую гипотезу:

H_4: Существует положительная взаимосвязь между рентабельностью активов и стоимость компании

2.5. Интенсивность инвестиций (или инвестиции) и стоимость компании

Инвестиции являются одним из основных источников роста компании. Одним из показателей, характеризующих инвестиции компании, являются капитальные затраты (CAPEX), представляющие собой затраты на приобретение внеоборотных активов, их модификацию (достройку, дооборудование, реконструкцию) и модернизацию. Как известно, в бухгалтерском учете CAPEX приводят к капитализации затрат на балансе компании, что, в свою очередь, увеличивает стоимость активов и чистую прибыль фирмы отчетного периода, на которую впоследствии обращают внимание инвесторы. Исходя из капитализации затрат, важно отметить, что налог на прибыль может играть значительную роль в принятии управленческих решений, касающихся инвестиций.

Меру интенсивности инвестиций компании возможно измерить с помощью соотношения CAPEX/Выручка. Данный показатель показывает, сколько денежных единиц капитальных затрат делает компания, чтобы получить

одну денежную единицу выручки. Таким образом, представляется возможным сформулировать следующую гипотезу:

H_5: Интенсивность инвестиций положительно влияет на рыночную стоимость фирмы.

3. Исследование

3.1. Исследуемая выборка и источники данных

Эмпирическое исследование охватило выборку 35 публичных российских компаний за период 2016-2018 гг., входящих в индекс Московской межбанковской валютной биржи (полный список указан в Приложении 1). Для этих компаний мы собрали данные из консолидированной финансовой отчетности, такие как структура капитала, чистая прибыль, расходы по налогу на прибыль, величина капитальных затрат и т.д., и данных фондового рынка (рыночная стоимость, капитализация), опубликованных на официальных сайтах компаний, а также на соответствующих финансовых источниках (investing.com, Спарк). Для целей получения объективных результатов мы исключили фирмы, принадлежащие к финансовому сектору (такие как банковские, страховые и инвестиционные фирмы), исходя из их бухгалтерской и налоговой специфики. В рамках исследования были исключены компании с отрицательным значением прибыли и капитала с целью получения объективных результатов. Стоит отметить, что данное исследование проводится с помощью программы Excel на уровне значимости в 95%.

3.2. Регрессионная модель

В соответствии с микроэкономической и финансовой теорией, а также согласно предыдущим исследованиям, была разработана следующая модель для представления взаимосвязи между налоговой оптимизацией и рыночной стоимостью фирмы:

$$EV = b_0 + b_1 * TP + b_2 * ROA + b_3 * \frac{D}{E} + b_4 * Size + b_5 * Invint + \varepsilon$$

Ниже (табл.1.) представлены независимая и зависимые переменные, используемые в регрессионной модели, и способы их расчета.

Таблица 1

Используемые переменные

Название переменной	Описание	Формула расчета
EV (Enterprise value)	Рыночная стоимость	Капитализация компании – долг + денежные средства
TP (Tax planning)	Налоговое планирование	$(\text{Номинальная ставка} - ERT) * \text{Прибыль до налогообложения}$
ROA	Рентабельность активов	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Общие активы}}$
$\frac{D}{E}$	Структура капитала	$\frac{\text{Долгосрочный долг}}{\text{Общие активы}}$
Size	Размер компании (активов)	$\ln \text{Общие активы}$
Invint (Investment intensity)	Интенсивность инвестиций	$\frac{CAPEX}{\text{Выручка}}$

3.3. Описательная статистика

Обратив внимание на описательные статистические данные по всем зависимым переменным, включенным в анализ. Из-за высоких экстремальных значений, будет более целесообразным полагаться на медианные результаты, а не на средние. Напомним, медианное значение – такое число выборки, при котором ровно половина из элементов выборки больше него, а другая половина меньше (табл. 2).

Согласно максимальному и минимальному значению, налоговое планирование, другими словами, сэкономленные денежные средства компаний варьируются от -52 до 18,5 млрд.руб. Следует отметить, что стандартное отклонение, которое показывает, как распределены значения относительно среднего в выборке, является самым большим из всех отклонений других параметров. Это также свидетельствует о существовании как компаний, активно участвующих в налоговом планировании, так и крайне незаинтересованных в этом.

Таблица 2

Описательная статистика

	TP, млрд.руб.	ROA	D/E	Size	Invint
1	2	3	4	5	6
Среднее	-1,1629	0,0949	1,2476	6,2834	0,1312
Медиана	-0,609	0,074	0,6909	6,0586	0,11
Ст. отклонение	6,9993	0,0711	1,6193	1,0352	0,0869
Минимум	-52,8	0,0061	0	4,6081	0,01
Максимум	18,5418	0,3515	11,0239	9,4851	0,38

Медианное значение налогового планирования составляет -0,609, что говорит о том, что большинство фирм не уделяют большого внимания налоговой оптимизации. Если говорить о рентабельности активов и интенсивности инвестиций, то их стандартные отклонения минимальные по сравнению с другими, что позволяет нам сделать вывод о небольшом разбросе значений данного показателя. Интересно заметить, что медианное значение структуры капитала равно 0,6909. Данный факт показывает, что у половины компаний значение больше 0,6909, а у другой половины меньше. При этом среднее значение структуры капитала составляет 1,2476, что говорит нам о том, что компании для финансирования своей деятельности предпочитают использовать больше заемные средства, чем собственные. Если говорить о размере компаний, то его медианное и среднее значение приблизительно равно. Данного результата удалось достичь благодаря логарифмированию активов.

3.4. Корреляционный анализ

Данная часть исследования поможет сделать вывод об отсутствии или наличии мультиколлинеарности, которая подразумевает существование линейной зависимости между объясняющими переменными в регрессионной модели. Сначала рассмотрим корреляционную матрицу регрессии, показанную в таблице 3. Корреляционная матрица независимых переменных показывает, что

существует умеренная корреляция переменных. Мы отметили отсутствие сильных корреляций, которые могли бы повлиять на результаты исследования.

Таблица 3

Корреляционная матрица

	TP	*ROA*	*D/E*	*Активы*	*Intinv*
TP	1				
ROA	0,345548	1			
D/E	-0,02824	-0,09436	1		
Активы	-0,59607	-0,16801	-0,08747	1	
Intinv	-0,15584	-0,0311	0,181687	0,0934751	1

Для количественной проверки мультиколлинеарности была рассчитан показатель VIF (variance inflation factor) для каждой переменной. В данном случае, ни один из рассчитанных показателей не превышает 8 (табл.4), что свидетельствует об отсутствии мультиколлинеарности между объясняющими факторами данной регрессионной модели, и мы действительно имеем дело с независимыми между собой переменными.

Таблица 4

Рассчитанные показатели VIF

	VIF
TP	1,70992
ROA	1,289125
Size	2,345548
D/E	1,113596
Invint	1,177071

3.5. Регрессионный анализ

Воспользовавшись программой Excel, мы получили интерпретацию результатов регрессионного анализа на уровне значимости 95% (табл.5).

Таблица 5

Сводные данные для модели

Регрессионная статистика	
Множественный R	0,799443415
R-квадрат	0,639109773
Нормированный R-квадрат	0,620507184
Стандартная ошибка	1051,502448
Критерий Дарбина-Уотсона	1,94492
Значимость F	0,00000
Наблюдения	103

Коэффициент R-квадрат равен 0,64. Это означает, что данная регрессионная модель объясняет 64% процентов случаев в рамках данной зависимости. Для приемлемых моделей предполагается, что коэффициент детерминации должен быть не меньше 50 % , а коэффициент множественной корреляции превышать 70 %. Исходя из этого критерия, данную модель можно считать адекватной.

Еще одним фактором проверки модели на адекватность является критерий Дарбина-Уотсона. С его помощью мы исследовали регрессионную модель на наличие автокорреляции. Полученное значение коэффициента – 1,94492 – мы сравнили с критическими значениями, что позволило нам сделать вывод об отсутствии автокорреляции, то есть связей между отклонениями наших эмпирических значений от теоретически ожидаемых. Таким образом, можно судить об адекватности модели.

Одним из главных критериев проверки статистической значимости регрессионной модели является F-тест. Согласно ему, показатель значимости F не должен превышать 0,05. В нашем случае он равен 0,0000 и позволяет сделать вывод от том, что регрессионная модель, построенная на выбранных показателях, справедлива для всей генеральной совокупности в целом.

В заключении, нам осталось определить, в какой степени выбранные показатели оказывают влияние на зависимую переменную (табл.6).

Таблица 6

Результаты регрессионного анализа

	Коэффициенты	P-Значение
Константа	-5907,69825	0,00000
TP	-92,93330714	0,00000
ROA	5436,376521	0,000783
D/E	115,6163211	0,08678
Size	1048,004897	0,00000
Invint	-3213,02846	0,012146

Согласно таблице, показатель P-значение, кроме одного, не превышает 0,05, а это говорит о значимом влиянии переменных на зависимую переменную, в роли которой выступает рыночная стоимость. Таким образом, все поставленные гипотезы, за исключением структуры капитала, относительно значимости выбранных факторов подтвердились.

4. Результаты исследования

Как упоминалось выше, все гипотезы, за исключением структуры капитала, о влиянии вышеуказанных показателей на стоимость фирмы подтвердились. Что касается коэффициента D/E, структуры капитала, то он имеет показатель значимости, превышающий 0,05. Исходя из этого, можно судить об отсутствии значимого влияния структуры капитала на стоимость компании. Такому результату может быть несколько объяснений. Так, например, отлаженные инструменты привлечения финансирования делают обе формы капитала взаимозаменяемыми. Инвестиционная привлекательность компании позволяет легко привлекать собственный капитал за счет эмиссии акций, а высокий кредитный рейтинг сводит проценту по займам к минимуму, существенно повышая вероятность получения заемных средств. Кроме этого, не

стоит исключать многолетний опыт компаний, благодаря которому им удается улучшать финансовые показатели, избегая структурного подхода.

Что касается влияния налогового планирования на стоимость компании, то здесь отрицательный коэффициент регрессии свидетельствует об обратной связи. Это может быть связано с тем, что меньшее меньшим налоговое планирование компании может сигнализировать инвесторам о том, что компания достаточно прозрачна в публикации своей финансовой информации, в результате чего инвесторы имеют больше интереса и уверенности при инвестировании в такую компанию.

Согласно результатам проведенного исследования, рентабельность активов компании и ее размер также значительно и положительно влияют на стоимость компании, что подтверждает соответствующие гипотезы. Интересно заметить, что коэффициент, стоящий перед показателем интенсивности инвестиций является статистически значимым, но отрицательным. Это может объясняться тем, что CAPEX - это долгосрочные инвестиции во внеоборотные активы, которые не принесут немедленных результатов, в которых обычно заинтересованы инвесторы.

5. Заключение и дальнейшие исследования

В заключении, стоит отметить, что место и роль налогового планирования в интеграции процесса упорядочения финансово-хозяйственной деятельности компаний в соответствии со стратегией своего развития становятся все более необходимыми. В данной работе исследовалась взаимосвязь между налоговым планированием и стоимостью российских публичных компаний. Это исследование было также направлено на определение взаимосвязи таких характеристик фирмы, как ее размер, структура капитала, рентабельность активов, интенсивность инвестиций от стоимости фирмы. В результате проведенного исследования, была обнаружена значительная, но отрицательная связь между стоимостью компаний и налоговым планированием. Результаты коррелируют с агентской теорией затрат, когда информационная асимметрия, связанная с налоговым планированием, может привести к репутационным

рискам или другим рискам, связанных с проверкой налоговых органов. Остальные показатели, за исключением структуры капитала, также значительно влияют на зависимую переменную, в роли которой выступает рыночная стоимость компании.

Данное исследование имеет ряд недостатков и открывает широкие возможности для других исследователей в развитии данной темы. Дальнейшие исследования в данном направлении могут быть связаны с увеличением объема выборки и временного периода. Кроме этого, представляется возможным исследовать и другие факторы, влияющие на рыночную стоимость компании.

Библиографический список

1. Брызгалин А.В., Берник В.Р., Головкин А.Н. Налоговая оптимизация: принципы, методы, рекомендации, арбитражная практика / Под ред. к.ю.н. А.В. Брызгалина. Изд. 2-е, перераб. и доп. Екатеринбург: Издательство «Налоги и финансовое право», 2010.

2. Черникова А.Е. Налоговое планирование на предприятиях в современных условиях // Проблемы экономики и менеджмента. 2016. – №3 (55). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/nalogovoe-planirovanie-na-predpriyatiyah-v-sovremennyh-usloviyah (дата обращения: 16.02.2020).

3. Мамишев В. И. Структура капитала и ее влияние на стоимость компании // ПСЭ. 2015. – №1 (53). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/struktura-kapitala-i-ee-vliyanie-na-stoimost-kompanii (дата обращения: 16.02.2020).

4. Саитова К.А. Проблемы формирования роста рыночной стоимости предприятия // Вестник науки и образования. 2019. – №6-1 (60). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-formirovaniya-rosta-rynochnoy-stoimosti-predpriyatiya (дата обращения: 16.02.2020).

5. A. Feltham, A. Ohlson. Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. Journal of Accounting-Research, 34 (1995), – pp. 209-234

6. M.E. Barth, G. Clinch, T. Shibano. International accounting harmonization and global equity markets. Journal of Accounting and Economics, 26 (1999), – pp. 201-235

7. E. Amir, and T. Sougiannis. Analysts' interpretation and investors' valuation of tax carryforwards. Contemporary Accounting Research, vol. 16, – № 1, – pp.1-34, 1999.

8. M. A. Desai, and D. Dharmapala, Corporate tax avoidance and highpowered incentives, Journal of financial Economics, vol.79, – № 1, – pp.145-179, 2006.

9. N.S. Abdul Wahab, K. Holland. Tax planning, corporate governance and equity value. The British Accounting Review, 44 (2) (2012), – pp. 111-124

10. K.A. Kim, P. Limpaphayom. Tax and firm size in Pacific-Basin emerging economies. Journal of International Accounting Auditing and Taxation, 7 (1998), – pp. 47-63

11. M. Hanlon, J. Slemrod. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. Journal of Public Economics, 93 (2009), – pp. 126-141

12. P. Dechow, A. Hutton, G. Sloan. An empirical assessment of the residual income valuation model. Journal of Accounting and Economics, 26 (1998), – pp. 1-34

13. S. Chen, X. Chen, Q. Cheng and T. Shevlin, Are family firms more tax aggressive than non-family firms, Journal of Financial Economics, vol.95, – № 1, – pp.41-61, 2010.

14. M. Hanlon, S. Heitzman. A review of tax research. Journal of Accounting and Economics, – 50 (2010), – pp. 127-178

15. R. Wilson. An examination of corporate tax shelter participants. The Accounting Review, – 84 (2009), – pp. 969-999

References

1. Bryzgalin A.V., Bernik V.R., Golovkin A.N. Tax optimization: principles, methods, recommendations, arbitration practice / ed. Ed. 2-A, B. and additional. Yekaterinburg: publishing house «taxes and financial law», 2010.

2. Chernikov A. E. Tax planning at the enterprises in modern conditions // problems of Economics and management. 2016. – № 3 (55). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/nalogovoe-planirovanie-na-predpriyatiyah-v-sovremennyh-usloviyah (accessed 16.02.2020).

3. Mamishev. I. capital Structure and its impact on the company's value // PSE. 2015. № 1 (53). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/struktura-kapitala-i-ee-vliyanie-na-stoimost-kompanii (accessed 16.02.2020).

4. Saitova K.A Problems of formation of growth of market value of the enterprise // Bulletin of science and education. 2019. – № 6-1 (60). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-formirovaniya-rosta-rynochnoy-stoimosti-predpriyatiya (accessed 16.02.2020).

5. A. Feltham, A. Olson. Resolution of uncertainty and the theory of depreciation measurement. Journal of accounting research, 34 (1995), – pp. 209-234

6. M.E. Barth, G. Clinch, T. Shibano. International accounting harmonization and global equity markets. Journal of accounting and Economics, 26 (1999), – pp. 201-235

7. E. Amir and T. Sougiannis. Analysts 'interpretation and investors' assessment of tax transfers. Modern accounting research, vol. 16, – № 1, – pp. 1-34, 1999.

8. M.A. Desai and D. Dharmapala, corporate tax evasion and high-power incentives, journal of financial Economics, vol.79, – № 1, – Pp. 145-179, 2006.

9. N. S. Abdul Wahab, And K. Holland. Tax planning, corporate governance, and shareholder value. The British Accounting Review, 44 (2) – (2012), PP.

10. K. A. Kim, P. Limpaphayom. Taxes and the size of firms in the emerging economies of the Pacific basin. Journal of International accounting audit and taxation, 7 (1998), – pp. 47-63

11. M. Hanlon, J. Slemrod. What does tax aggressiveness signal? Evidence of the reaction of stock prices to news about tax incentives. Journal of Public Economics, 93 (2009)

12. Dechow P., A. Hutton, G. Sloan. Empirical evaluation of the residual income estimation model. Journal of accounting and Economics, – 26 (1998), – pp. 1-34

13. S. Chen, X. Chen, Q. Cheng and T. Shevlin, Are family firms more tax aggressive than non-family firms, Journal of Financial Economics, vol.95, – № 1, – pp. 41-61, 2010.

14. M. Hanlon, S. Heitzman. Overview of tax research. Journal of accounting and Economics, – 50 (2010), – pp. 127-178

15. R. Wilson. Verification of corporate tax haven participants. Accounting review, – 84 (2009), – pp. 969-999

Приложение 1

Список компаний, входящих в исследуемую выборку:

1. Роснефть
2. Транснефть
3. ГМК Норникель
4. Русал
5. Россети
6. Лукойл
7. Юнипро
8. Яндекс
9. МТС
10. Мегафон
11. Полюс золото
12. ФСК ЕЭС
13. Русгидро
14. Ростелеком
15. НОВАТЭК
16. Магнит
17. НЛМК
18. ФосАгро
19. Полиметалл
20. Лента
21. Башнефть
22. АЛРОСА
23. Северсталь
24. Аэрофлот
25. Группа ПИК
26. М,Видео
27. ММК
28. Татнефть
29. ИнтерРАО
30. Мосэнерго
31. Сургутнефтегаз
32. Мечел
33. Русснефть
34. Группа ЛСР
35. ТМК