

## ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО КОМПЛЕКСА

### DIVIDEND POLICY OF OIL AND GAS COMPANIES

*A. Kataev*

#### Annotation

Financing of the oil and gas complex of the Russian Federation is currently associated with serious difficulties due to Western sanctions imposed on Russia and a lack of national capital. In these conditions, Russian oil and gas companies should make maximum efforts to increase their investment attractiveness in order to successfully compete for limited financial resources. Dividend policy of companies is the most important factor of investment attractiveness. The article analyzes the world experience of the dividend policy of oil and gas companies and formulates recommendations in this area for Russia.

**Keywords:** oil and gas complex, oil and gas companies, dividends, dividend policy, financing, investment attractiveness, investments, Lukoil.

*Катаев Александр Николаевич*

*Московский государственный институт  
международных отношений Министерства  
иностраннных дел Российской Федерации*

#### Аннотация

Финансирование нефтегазового комплекса РФ сопряжено в настоящее время с серьезными трудностями из-за наложенных на Россию западных санкций и нехватки национального капитала. В этих условиях российские нефтегазовые компании должны приложить максимальные усилия для роста своей инвестиционной привлекательности, чтобы успешно бороться за ограниченные финансовые ресурсы. Дивидендная политика компаний – важнейший фактор инвестиционной привлекательности. Статья анализирует мировой опыт дивидендной политики нефтегазовых компаний и формулирует рекомендации в этой области для России.

#### Ключевые слова:

Нефтегазовый комплекс, нефтегазовые компании, дивиденды, дивидендная политика, финансирование, инвестиционная привлекательность, инвестиции, Лукойл.

**Н**ефтегазовый комплекс России традиционно считается локомотивом российской экономики. Именно поэтому повышение инвестиционной привлекательности нефтегазового комплекса является очень актуальной и важной задачей. Большую роль в росте инвестиционной привлекательности нефтегазового сектора может и должна сыграть дивидендная политика нефтегазовых компаний.

К сожалению, общая ситуация с финансированием российской экономики в настоящее время далека от идеальной. Ощущается нехватка национального капитала, да и с иностранным капиталом в последние годы возникли серьезные трудности из-за наложенных на Россию западных санкций. Между тем, денежные средства являются кровью экономики, и от интенсивности их движения зависит судьба всей нефтегазовой отрасли и страны [3].

Недостаток национального капитала обусловлен низким уровнем развития российских финансовых институтов и нехваткой денег в стране. Банковская система до сих пор не может предоставить долгосрочные кредиты под низкие проценты, а небанковские финансовые институты вообще не играют заметной роли в экономике и нуждаются в существенном улучшении практики ведения бизнеса и корпоративного управления [18] [20] [26]. К

тому же, новые международные инициативы по ужесточению контроля над финансовыми институтами будут оказывать большее влияние на скорость развития национальных финансовых институтов [23].

На внешних рынках капитала происходят достаточно противоречивые процессы. До недавнего времени наблюдались процессы финансовой глобализации, которые позволяли получить доступ к иностранным финансовым ресурсам компаниям из любых стран. Россия тоже втянулась в орбиту мировых финансовых потоков [2] [14] [17] [24]. Но мировой финансово-экономический кризис 2008г. повернул процессы финансовой глобализации вспять и затормозил переток капитала между странами [19] [21] [22]. Наложённые на Россию западные санкции усугубили проблему привлечения иностранного капитала. Более того, специалисты отмечают, что в целом стал наблюдаться отток капитала из России [15].

Рассмотрим ситуацию с финансированием нефтегазового комплекса России более подробно. Для организации геолого-разведочной деятельности, строительства нефтегазопроводов, терминалов загрузки и разгрузки, линий электропередач, строительство огромной инфраструктуры НКГ (снабжение металлопрокатом, трубами, цементом, оборудованием, специальным транспортом и

т.д.) и инфраструктуры смежных областей требуется огромные объемы средств. Государство не может вкладывать долго самостоятельно такие огромные средства в развитие нефтегазового комплекса. Такие большие затраты выходят за пределы возможностей нашего бюджета. Местный банковский капитал тоже не может в достаточной мере решить задачу финансирования. Дефицит средств приводит к тому, что нефтегазовая отрасль обращается к внешним заимствованиям, привлечению прямых и портфельных инвестиций в крупные энергетические проекты, реализуемые в нашей стране.

Отечественные и иностранные инвесторы увеличивают активы российских нефтегазовых компаний, покупая акции этих компаний. Главной целью приобретения акций акционерных обществ является доход на вложенный капитал. Доход акционера складывается из двух источников – текущего дохода, выплачиваемого в виде дивидендов на акцию и прироста курсовой стоимости, реализуемого при продаже акций. Дивидендом является часть прибыли Общества, распределяемая между держателями акций одной категории (типа) пропорционально числу имеющихся у них акций. В странах Запада акционерное общество заинтересовано в выплате дивидендов, следствием которого является рост доверия к Обществу на финансовом рынке и получение им дополнительных льгот [13].

Какую же информацию использует инвестор при покупке этих акций? Среди инвесторов до сих пор не прекращается спор о том, какой показатель более информативен для оценки стоимости обыкновенной акции предприятия: прибыль или дивиденды. Конечно же, прибыль имеет большое значение для акционеров, т.к. именно она является основой выплаты дивидендов. Однако большую роль играют и дивиденды. Именно дивиденды – это то, что акционеры получают от компании и именно они лежат в основе моделей дисконтирования дивидендов. Чем больше увеличенная менеджером доля прибыли, распространяемая между акционерами в виде дивидендов, тем богаче акционер. Этот факт говорит о том, что решение о размере выплачиваемых дивидендов (dividend decision) очень важно для инвестора [25].

Практика показывает, что инвестор использует такие показатели, как коэффициент рентабельности собственного капитала ROE, который равен отношению чистой прибыли компании к собственному капиталу. Этот показатель в современных условиях должен быть как можно больше, но в любом случае должен быть на 5–10% больше чем инфляция.

Или же показатель EBITDA (англ. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – это прибыль до налогов, процентов и амортизации. EBITDA равна сумме операционной прибыли и амортизации [6].

Также используется показатель выручки на единицу персонала, который в настоящих условиях в России должен быть от одного миллиона рублей в успешных компаниях.

Наряду с этими важнейшими показателями, практика показывает, что объявление о росте или уменьшении дивидендов компании обладает мощным сигнальным эффектом и информационной составляющей для инвесторов.

Что же представляет из себя понятие дивидендов? Дивиденды – это выплаты, производимые компаниями своим акционерам. Они рассматриваются как менеджментом, так и акционерами в качестве эквивалента выплаты процента, устанавливаемого для кредитора, т.е. как компенсация за отложенное потребление акционеров. Дивиденды также рассматриваются как распределение недавно полученной прибыли между собственниками (акционерами) [5] [12].

Инвестор предполагает, что управляющие, которые принимают решение о размере дивидендов в компании, более осведомлены о размере ожидаемой прибыли компании, чем остальные участники и акционеры предприятия. Этот случай асимметричной информации (asymmetric information) предполагает, что менеджеры сделают информацию общедоступной лишь в том случае, если они будут заинтересованы в этом. Как раз объявление об изменении величины дивидендов компании является одним из случаев распространения такой информации.

Таким образом, такая информация об изменении величины дивидендов служит в качестве сигнального механизма.

Простой взгляд на изменение величины дивиденда состоит в том, что объявленное увеличение указывает на возросшую оценку менеджерами фирмы уровня ожидаемой прибыли. Отсюда объявление о росте дивидендов будет "хорошей новостью" и, в свою очередь, повышает ожидания инвесторов относительно величины ожидаемой прибыли.

Напротив, объявление об уменьшении дивидендов служит сигналом о слабой оценке менеджерами величины ожидаемой прибыли. Поэтому объявленное уменьшение дивидендов является "плохой новостью" и, в свою очередь, ухудшает ожидания инвесторов в отношении будущей прибыли, которая ожидается.

Суть в том, что объявление о повышении дивидендов вызовет рост цен на акции фирмы, а объявление о понижении приведет к падению цен.

Специалисты вывели модель, на основании которой можно рассчитать размер дивидендов, которые с боль-

шей вероятности будут объявлены акционерам. Это уравнение показывает, что величина текущих дивидендов зависит от величины прибыли за этот год и прошлогодних дивидендов:

$$D_t = a \cdot p \cdot E_t + (1-a) D_{t-1}$$

где,

$D_t$  – величина текущих дивидендов,

$a$  – коэффициент скорости корректировки, который находится между нулём и единицей. (для различных компаний эта величина индивидуальна, т.к. компании по разному подходят к выплате дивидендов и реально выплачивают лишь часть от желаемого),

$p$  – целевой коэффициент выплаты дивидендов. (Например, если прибыль компании составила \$5 млн, а целевой коэффициент составил 60%, то она скорее всего выплатит дивиденды в размере \$3 млн (0,6x \$5млн). Если, например, в прошлом году компания выплатила дивиденды в размере \$2 млн, это говорит об увеличении дивидендов на \$1 млн (\$3млн-\$2млн). Однако, если  $a=50\%$ , то в реальности компания увеличит дивиденды лишь на \$500 тыс (0,5x\$1млн). Таким образом, реальные дивиденды составят \$2,5 млн (\$2млн + \$500 тыс), т.е величину, равную дивидендам за прошлый год плюс изменения дивидендов в этом году по сравнению предыдущим),

$E_t$  – прибыль компании.

$D_{t-1}$  – величина прошлогодних дивидендов [25].

Интересно, что коэффициент скорости корректировки вытекает из мнения некоторых экономистов о том, что большая часть прибыли необходимо реинвестировать в развитие компании. И это для менеджеров вполне приемлемо и понятно для большинства инвесторов.

Например, такие исследователи дивидендной политики компаний как Модильяни и Миллер опубликовали ещё в 1961 году важную статью о дивидендах и их воздействии на благосостояние акционеров. В этой статье получила развитие теорема разделения Фишера. Из этой теоремы следует вывод о том, что директорам нет смысла волноваться о выплате дивидендов. Если компания будет реализовывать все инвестиционные проекты с положительной NPV, дисконтированной по стоимости капитала, благосостояние акционеров достигнет максимума. Те средства, которые останутся после этого, следует выплачивать акционерам в виде дивидендов.[12]

Традиционно считается, что дивидендное решение важно для акционера и акционеры оценивают дивиденд более высоко, чем эквивалентный объём средств, реинвестированный в бизнес.

Модильяни и Миллер показали также, что акционеры могут отказаться от дивидендов, реинвестируя их в ту же компанию. Например, некоторые британские компании делают эту процедуру сравнительно несложной для акционеров. Такие компании как, Royal and Sun Alliance

Group plc и компания розничной торговли Kingfisher plc предоставляют своим акционерам выбор: получать дивиденды в форме денежных средств или в виде дополнительных акций.

Ряд компаний будет использовать причитающиеся отдельным акционерам дивидендные выплаты для покупки для них акций компании на фондовой бирже, с тем чтобы покупка акций акционерами была сделана с наименьшими издержками для них. К таким компаниям относятся, например, British Petroleum plc, Dixons Group plc. [25]. Такой подход, конечно же, тоже используется российскими компаниями НГК.

*Итак, с точки зрения Модильяни и Миллера:*

- ◆ дивиденды должны выплачиваться только в том случае, если компания не может использовать доступные средства, – по крайней мере, настолько же эффективно, как это могут сделать сами акционеры (т.е. инвестировать во все проекты с положительным значением NPV при дисконтировании денежных потоков по ставке, равной альтернативной стоимости капитала);

- ◆ в качестве дивидендов следует выплачивать только средства, оставшиеся после инвестирования. Дивиденд – это остаток и решение о величине выплачиваемых дивидендов в малой степени значимо для акционеров;

- ◆ цена акции – это современная стоимость будущих дивидендов. Для акционеров не будет иметь значения, из чего складывается текущая стоимость (т.е. каков размер дивидендов за конкретные годы). Если более низкие выплаты в текущем году приводят к более высоким выплатам в последующие годы таким образом, что текущая стоимость (и цена акции) возрастает, то благосостояние акционеров увеличится;

- ◆ отдельные держатели акций могут регулировать выплаты соответственно своим интересам: если они не получили дивидендов либо получили мало, но им необходимы денежные средства, то они могут продать несколько акций и получить необходимую сумму ("создать" дивиденды самостоятельно);

- ◆ если они предпочитают не получать дивиденды от компании, то могут приобрести ещё некоторое количество акций за счёт дивидендных выплат и таким образом увеличить свои инвестиции в компанию [8].

Если рассматривать международный опыт реализации дивидендной политики, то, например, в США выплата дивидендов осуществляется поквартально. В рамках реализации лучшей практики корпоративного управления в США существует специальный индекс "дивидендных аристократов", в который включаются компании, стабильно повышающие выплаты акционерам на протяжении 25 лет. Достаточно один раз пропустить повышение, чтобы компанию вычеркнули из элитного списка. Так, к 2010 году на протяжении последних 25 лет из компаний индекса S&P 500 ежегодно повышали дивиденды

денды 43 компании. К этим компаниям кстати относится и американская Exxon Mobil, а в европейском индексе S&P Europe 350 насчитывалось 48 эмитентов, которые повышали дивиденды в течение последних 10 лет. В этом списке значатся такие нефтегазовые компании как BP и Royal Dutch Shell [1].

В КНР в 2007 году для компаний с государственным участием, находящихся под надзором SASAC, было введено требование об уплате дивидендов на уровне 0–10% от чистой прибыли. В 2011 году показатель был изменён и составил 5–15%. В 2013 году на высшем государственном уровне была объявлена цель – обеспечить к 2020 году уровень дивидендных выплат в размере до 30% от чистой прибыли. Однако, этот уровень ниже уже существующих в промышленности США (50–60% от чистой прибыли) и средних размеров дивидендов, выплачиваемых компаниями с государственным участием в пяти странах с развитой экономикой (33%) [8]. Можно сделать вывод, что в мировой экономике одним из важнейших факторов привлечения инвестиций является именно осуществление грамотной дивидендной политики.

Но вернёмся к влиянию информации об изменении величины дивиденда на стоимость акций.

Один из способов проверить, является ли факт изменения величины дивидендов источником получения информации для инвесторов, состоит в изучении цен акций на сообщения об изменении дивидендов. Однако, при этом требуется особое внимание, поскольку фирма нередко объявляет о размере дивидендов одновременно с объявлением о величине прибыли. Поэтому, когда такие объявления делаются одновременно, любое изменение цены обыкновенных акций фирма может отнести на счёт того или иного (или обоих) сообщений.

В одном исследовании была сделана попытка решить данную проблему, для чего учитывались только те случаи, когда сообщение о величине прибыли фирма делала с разрывом во времени от сообщения об уровне дивидендов по крайней мере в 11 торговых дней. На рис. 1 представлена информация о средней, отличной от нормальной доходности, связанной с сообщением о размере дивидендов для фирм, которые объявили о своих дивидендах через 11 и более дней после объявления о своей прибыли.

В случаях, когда фирмы объявляли об увеличении своих дивидендов, наблюдался значительный рост цен их акций. Напротив, в случаях, когда фирмы объявляли об

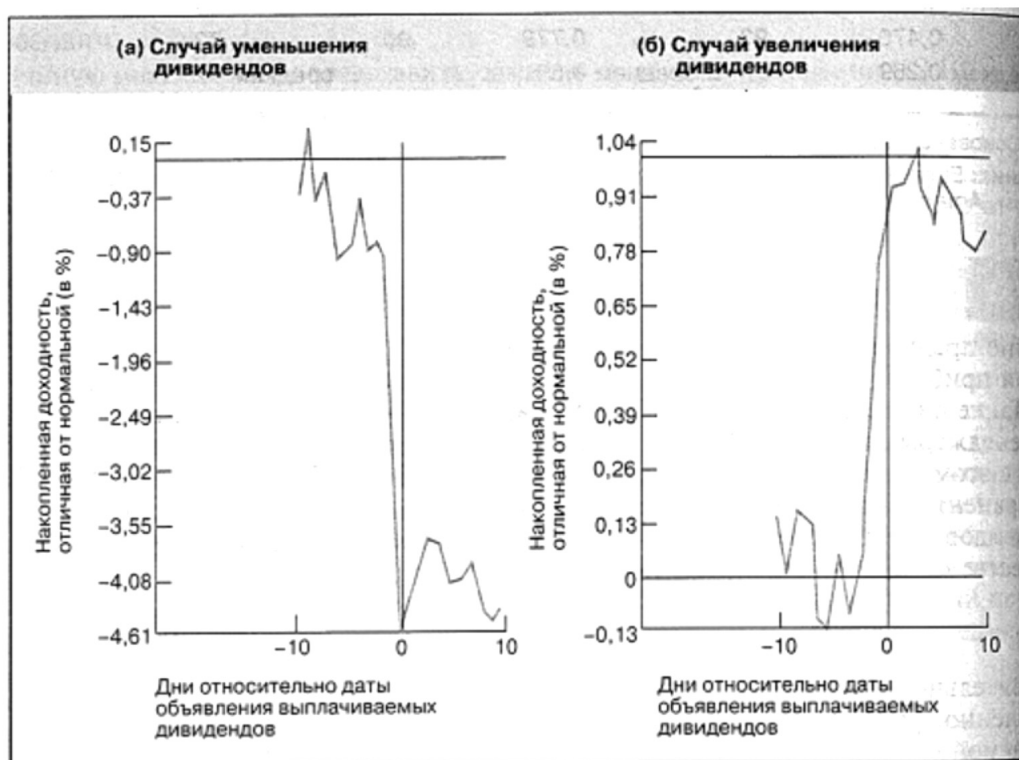


Рис. 1 Накопленная, отличная от нормальной доходность за период, начиная с 10 дней до даты объявления дивидендов

Источник: Joseph Aharony and Itzak Swary, «Quarterly Dividend and Earnings Announcement: Stockholders' Returns: An Empirical Analysis», *Journal of Finance*, 35, no. 1 (March 1980), p. 8.

уменьшении своих дивидендов, реакция ценна акции была отрицательной. Данные результаты подтверждают гипотезу об информационной составляющей дивидендов (information content of dividends hypothesis), в соответствии с которой объявление о величине дивидендов в неявном виде содержит информацию о положении и перспективах фирмы.

Следует отметить, что нет никакого несоответствия между рассмотрением уровня дивидендов в качестве показателя положения фирмы и аргументами Миллера и Модильяни, сказанными выше, о малой значимости для акционеров решения о величине выплачиваемых дивидендов.

В частности, положение акционеров не измениться ни в лучшую, ни в худшую сторону, если уровень дивидендов относительно прибыли будет низким или высоким. Однако изменение величины дивидендов может играть важную роль, так как оно содержит информацию для инвесторов о перспективах прибыли в будущем [25].

В России одним из примеров хорошей дивидендной политики является дивидендная политика нефтяной компании ПАО "ЛУКОЙЛ".

Выплата конкурентных дивидендов акционерам Компании исторически является приоритетом этой компании. В 1994 году ЛУКОЙЛ одним из первых в России принял практику ежегодной выплаты дивидендов, и в течение уже 20 лет непрерывно наращивает размер дивиденда на акцию. Начиная с 2012 года, ЛУКОЙЛ начал выплачивать дивиденды дважды в год – промежуточные и по итогам финансового года.

Для обеспечения максимальной прозрачности и прогнозируемости дивидендов в октябре 2016 года Совет директоров ПАО "ЛУКОЙЛ" утвердил новое Положение о дивидендной политике Компании.

Дивидендная политика ПАО "ЛУКОЙЛ" основывается на балансе интересов Компании и её акционеров, на повышении инвестиционной привлекательности Компании и её капитализации, на уважении и строгом соблюдении прав акционеров, предусмотренных действующим законодательством Российской Федерации, Уставом Компании и её внутренними документами.

В Положении о дивидендной политике ПАО "ЛУКОЙЛ" также закреплены следующие основные принципы дивидендной политики:

- ◆ приоритетность дивидендных выплат при распределении денежных потоков.
- ◆ обязательство направлять на выплату дивидендов не менее 25 % консолидированной чистой прибыли по Международным стандартам финансовой отчётности, которая может быть скорректирована на разовые расходы и доходы.
- ◆ стремление ежегодно повышать размер дивиденда на одну акцию не менее чем на уровень рублёвой инфляции за отчётный период.

На рис. 2 показаны дивиденды, выплаченные ПАО "ЛУКОЙЛ" за последние годы.

Теперь же рассмотрим, каким образом объявление о повышении дивидендов повлияло на стоимость обыкновенной акции ПАО "ЛУКОЙЛ". 23 июня 2016 года акционеры "ЛУКОЙЛА" на годовом собрании акционеров ут-

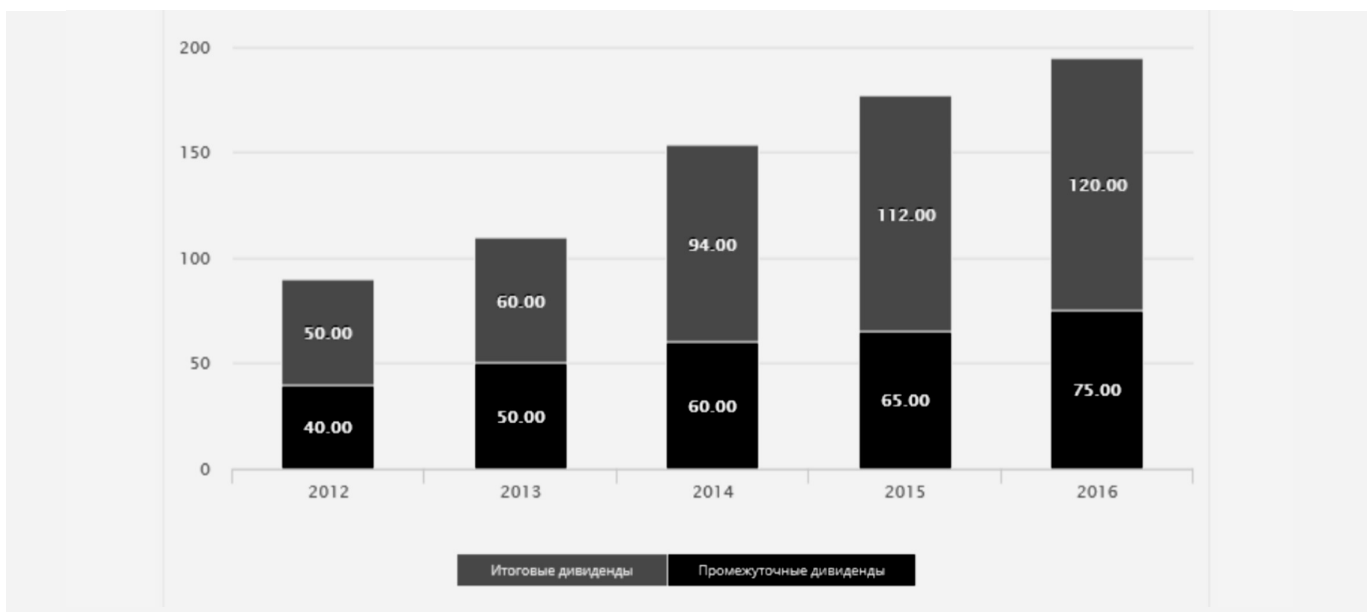


Рисунок 2. Дивиденд на обыкновенную акцию (рубли) ПАО "ЛУКОЙЛ"

Источник: сайт [www.lukoil.ru](http://www.lukoil.ru) [4].

вердили финальные дивиденды за 2015 г в размере 112 рублей за акцию, что было на 19% выше уровня выплат за 2014 год. Чистая прибыль "ЛУКОЙЛА", относящаяся к акционерам компании, по МСФО за 2015 год снизилась на 26% до 291 млрд рублей. Промежуточные дивиденды за январь–сентябрь составили 65 рублей на акцию. Таким образом, размер дивидендов за 2015 год составил 177 рублей на акцию, что на 15% выше уровня совокупных выплат за 2014 год [10].

Каким же образом это сообщение повлияло на стоимость акций "ЛУКОЙЛА". На рис. 3 мы видим несомнен-

ный рост стоимости акций в течении последующих за объявлением об увеличении дивидендов.

Ситуация повторилась и в 2017 году когда на годовом собрании акционеров 21 июня 2017 года акционеры "ЛУКОЙЛА" приняли решение о выплате дивидендов за 2016 год в размере 120 рублей на акцию, что было на 7% выше финальных выплат за 2015 год. Промежуточные дивиденды за январь–сентябрь таким образом составили 65 рублей на акцию, а финальные в размере 112 рублей на акцию, что на 15 % выше уровня совокупных выплат за 2014 год [11].

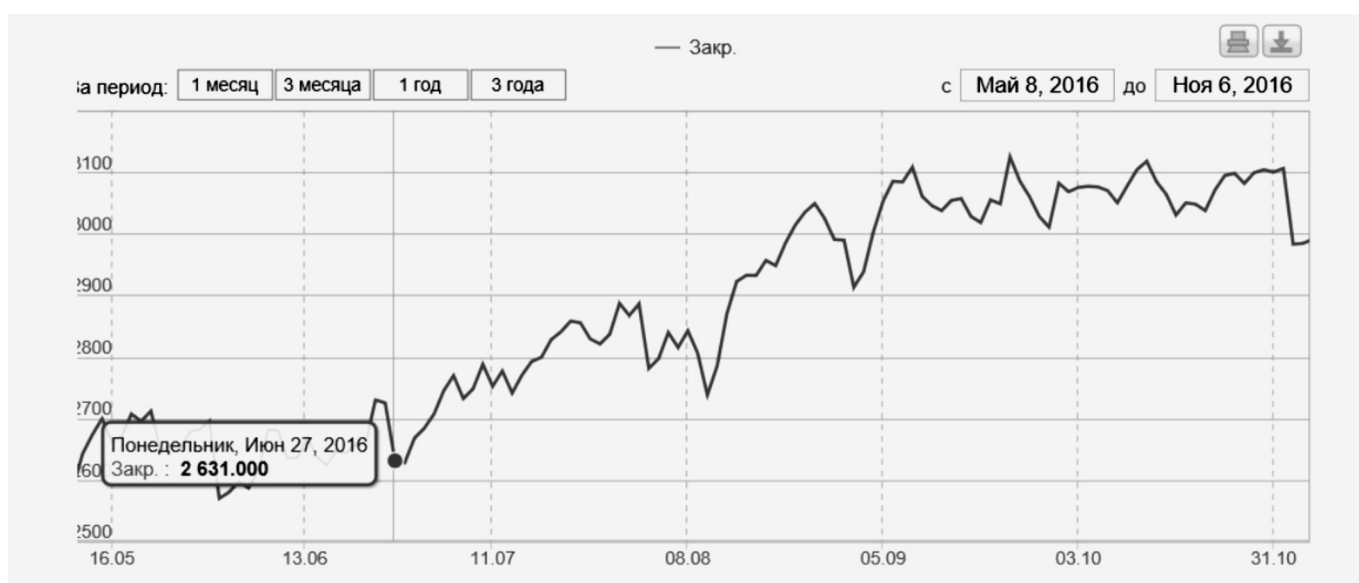


Рисунок 3. График изменения стоимости акции ПАО "ЛУКОЙЛ" с 8 мая до 6 ноября 2016 года.

Источник: сайт [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) [7].

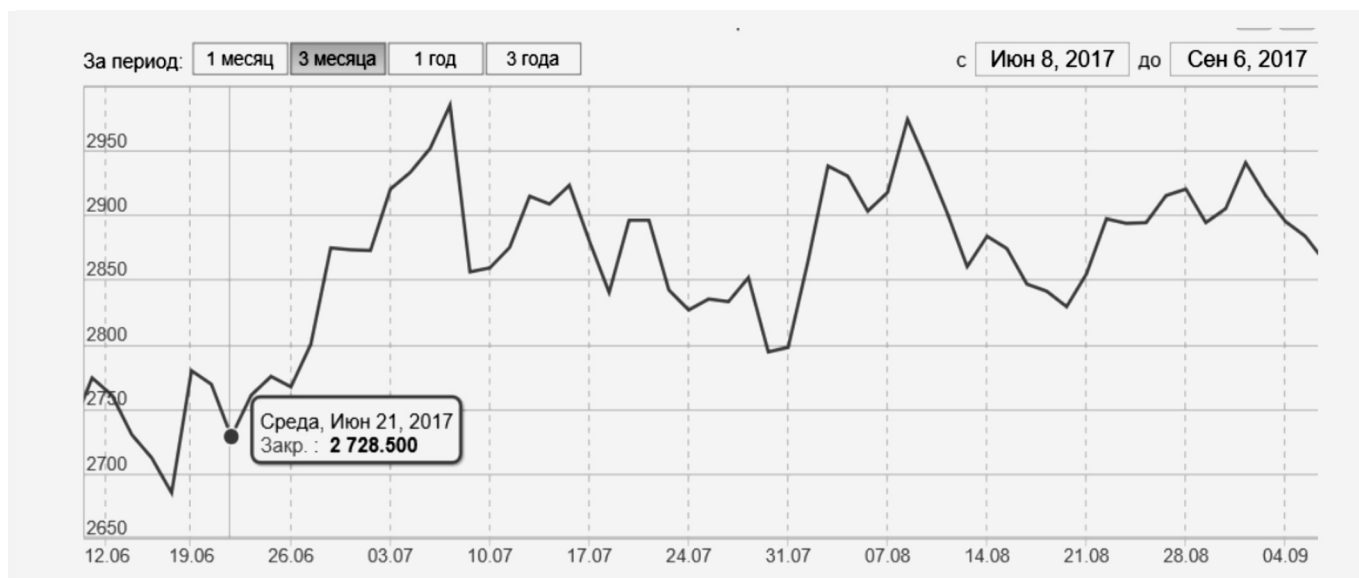


Рисунок 4. График изменения стоимости акции ПАО "ЛУКОЙЛ" с 8 июня до 6 сентября 2017 года.

Источник: сайт [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) [7].

Затем последовал резкий рост стоимости акций.

Мы видим несомненное подтверждение гипотезы о том, что объявление о росте дивидендов влияет на стоимость акций в положительную сторону.

В России начиная с 2015 года, в связи с проблемами финансирования госбюджета, планка ежегодной выплаты дивидендов была повышена до 50% от чистой прибыли по РСБУ или МСФО, в зависимости от того какая из них больше. На 2016–2019 г.г. МФ РФ предложил оставить этот коэффициент выплат (50%), только теперь от прибыли по МСФО (от чистой прибыли) для всех госкомпаний.

Вот параметры дивидендной политики некоторых нефтегазовых компаний России:

- ◆ "Газпром": выплата от 17,5% до 35%.
- ◆ "Газпромнефть": не менее 25% от чистой прибыли по МСФО.

- ◆ "Роснефть": не менее 35% от чистой прибыли по МСФО.

- ◆ "Транснефть": не менее 10% от чистой прибыли по МСФО.

В 2015 году менее 50% госкомпаний выполнили директиву государства о 50% дивидендных выплат. Коэффициент выплат (доля от прибыли) некоторых российских госкомпаний нефтегазового сектора:

- ◆ "Роснефть": 0,39 (РСБУ) и 0,35 (МСФО);
- ◆ "Башнефть": 0,56 (РСБУ) и 0,49 (МСФО);
- ◆ "Транснефть": 1,00 (РСБУ) и 0,08 (МСФО) [9].

В заключение, можно сделать вывод, что проведение правильной дивидендной политики может повысить инвестиционную привлекательность и капитализацию компаний нефтегазового комплекса и рекомендуется уделить этому большое внимание. Изучая мировой опыт дивидендной политики в нефтегазовой отрасли и учитывая настоящие реалии нашей экономики необходимо выработать правильную политику выплаты дивидендов.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Бочарова И.Ю. Дивидендная политика в системе корпоративного управления компаний / И.Ю.Бочарова // Финансы и кредит.–2011.– № 47.– С.4–6
2. Буторина О.В. Международные экономические отношения. Базовые параметры / О.В. Буторина, С.А. Галкин, В.Н. Ткачев; под ред. О.В. Буториной – М.: Весь Мир, 2013. – 134 с. – ISBN 978–5–7777–0534–1.
3. Деньги. Бурлачков В.К., Катасонов В.Ю., Ткачев В.Н. Учебное пособие / М.: МГИМО, 2010.
4. Дивидендная политика ПАО "ЛУКОЙЛ" [Электронный ресурс] / материалы сайта www.lukoil.ru. (Дата обращения: 07.09.2017 г.)
5. Инвестиции в топливно–энергетическом комплексе России: основные показатели, источники и методы финансирования. Катасонов В.Ю., Петров М.В., Ткачев В.Н. М.: МГИМО, 2003.
6. Казакова Н.А. Экономический анализ в оценке бизнеса и управлении инвестиционной привлекательностью компании / Н.А. Казакова. – М.: Финансы и статистика, 2013. – 240 с
7. Котировки обыкновенной акции ПАО "ЛУКОЙЛ" [Электронный ресурс] / материалы сайта www.investfunds.ru (Дата обращения: 07.09.2017 г.)
8. Котляров М.А., Рыкова И.Н. Дивидендная политика китайских компаний с государственным участием в системе обеспечения доходов бюджета // Финансы.–2015.– № 10.– С.58
9. Лукасевич И.Я. О дивидендной политике компаний / И.Я.Лукасевич // Финансы.–2017.– № 2.– С.40–44
10. Лукойл увеличил финальные дивиденды за 2015 год на 19% [Электронный ресурс] / материалы сайта www.kogalym.org (Дата обращения: 06.09.2017 г.)
11. Лукойл увеличил финальные дивиденды за 2016 год [Электронный ресурс] / материалы сайта www.finan.ru (Дата обращения: 06.09.2017 г.)
12. Маклейни Эдди. Финансы Бизнеса. Теория и практика./ Эдди Маклейни.–М.: Издательский дом ИНФРА–М, 2008.– 619 с.
13. Маренков Н.Л. Основы управления инвестициями: Учебник./ Н.Л.Маренков – М.: Едиториал УРСС, 2007. – 480 с
14. Международные финансы: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / В. Д. Миловидов [и др.]; отв. ред. В. Д. Миловидов, В. П. Битков. – М.: Издательство Юрайт, 2017.
15. Нагорный Д.А. Проблема оттока капитала из Российской Федерации./ Д.А. Нагорный // Валютное регулирование и контроль.–2016.– №1.– С.34–37.
16. Соколов Ю. Дивиденды акционерного общества / Ю.Соколов – Ежегодник ФАЦ.–2001.–М., АCADEMIA–Рандеву–AM, 2002–560 с
17. Ткачев В. Глобализация мировых финансовых рынков. Страховое дело. 2000. № 8. С. 22–30.
18. Ткачев В. Реформирование банковской системы России. Финансовый бизнес. 1999. № 7. С. 17–21.
19. Ткачев В.Н. Анализ сущности денег через призму кризисных явлений. Финансовый бизнес. 2011. № 6 (155). С. 40–48.
20. Ткачев В.Н. Денежно–кредитная статистика, М.: МГИМО, 2008.
21. Ткачев В.Н. Международное движение капитала и проблема финансовых кризисов. Российский аспект. Москва, 2008.
22. Ткачев В.Н. Мировой финансовый кризис XXI века: причины и последствия. Мировое и национальное хозяйство. 2008. № 4.
23. Ткачев В.Н., Бацунова С.И. Базель II для Швейцарии: шаг к прозрачности? Финансовый бизнес. 2012. №1 (156). С. 38–44
24. Ткачев. В.Н. Интересы России в мировой финансовой архитектуре 21 века. Бизнес и банки. – 2008. – № 37, октябрь. – С. 1–5
25. Шарп У. Инвестиции / У.Шарп, Г.Александр, Дж.Бейли.– Пер. с англ.–М.: ИНФРА–М, 2015.– 1028с.
26. Dementeva A.G., Tkachev V.N. Russian financial institutions: key issues and current trends in corporate governance. Russian International Studies. 2016. № 2. С. 138–160.