

ВЗАИМОСВЯЗЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ И ДИВИДЕНДНЫХ РЕШЕНИЙ КОМПАНИЙ: ИССЛЕДОВАНИЯ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ КАПИТАЛА

Шагалеева Г.Б.¹

Статья содержит обзор эмпирических исследований, посвященных взаимосвязи инвестиционных и дивидендных решений компании. Рассмотренные научные работы систематизированы по проверяемым гипотезам и изучаемым выборкам (развитые и развивающиеся рынки капитала). Выделены особенности развивающихся рынков капитала, которые оказывают влияние на связь инвестиционных и дивидендных решений.

Ключевые слова: инвестиционные решения, дивидендные решения, асимметрия информации

JEL: G32, G35

Современная теория корпоративных финансов говорит о том, что инвестиционные и дивидендные решения компании связаны между собой. На выплату дивидендов направляется свободный денежный поток компании, который в общем виде определяется как доходы – расходы – инвестиции (Брейли. Майерс, 1997). При этом известно, что инвестиции определяют будущее компании. Эффективные капиталовложения позволяют реализовать возможности ее роста и умножить инвестированные средства. Поэтому инвесторы могут отказаться от текущих дивидендов в ожидании более высоких прибылей в будущем. Но еще 40–50 лет назад экономисты полагали и доказывали эмпирически, что решения об инвестициях и дивидендах не оказывают влияния друг на друга. Современные эмпирические исследования приводят к спорным результатам. В чем же причина противоречий – в различиях предпосылок, выборок или исследовательских моделей? Попытка ответить на этот вопрос представлена ниже.

Исследования, посвященные проверке «принципа разделения» инвестиционных и дивидендных решений

Согласно известной теореме Миллера и Модильяни (Miller, Modigliani, 1961), на совершенном рынке капитала стоимость фирмы не зависит от способа, который она выбирает для финансирования инвестиций. При этом, выбрав оптимальный уровень инвестиций, компания может выплачивать сколько угодно дивидендов, используя при необходимости внешнее финансирование. Таким образом, в первую очередь компания определяет уровень инвестиций, затем выбирает размер выплачиваемых дивидендов, и, наконец, в третью очередь решает вопрос о способе финансирования.

Позже Фама и Миллер (Fama, Miller, 1972) ввели термин «принцип разделения», который означает, что дивидендная политика не должна оказывать влияния на инвестиционные решения. Однако практически сразу этот тезис стал спорным. Так, ряд экономистов нашли подтверждение принципа разделения на основе данных американского рынка (Fama, 1974; Smirlock & Marshall, 1983). Но в других исследованиях гипотеза об иррелевантности была отвергнута. Например, Драймс и Курц (Dhrymes, Kurz, 1967) показали, что инвестиционные и дивидендные решения компании взаимосвязаны, причем и дивиденды определяют уровень инвестиций, и инвестиции оказывают влияние на дивиденды. Хиггинс (Higgins, 1972) в своем исследовании выявил лишь влияние инвестиций на дивиденды, но не наоборот.

Экономисты Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум (McDonald, Jacqnillat & Nussenbaum, 1975) одними из первых проверили наличие связи между инвестиционными и дивидендными решениями на основе выборки, состоящей не из американских, а из французских компаний. В отличие от результатов Драймса и Курца, а также Хиггинса, авторы доказали отсутствие влияния инвестиций на дивидендные решения. В то же время, согласно результатам Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум, дивидендные решения, наоборот, положительно и значимо влияют

1. Канд. эконом. наук, преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ. Ведущий специалист ООО «Газпром экспорт».

на уровень инвестиций. Авторы объясняют это тем, что дивиденды можно рассматривать как прокси-переменную экономической прибыли компании. Чем больше у компании экономической прибыли, тем больше она может позволить себе инвестиционных затрат.

Важно заметить, что на результаты исследований большое влияние оказывает способ оценки. Так, Драймс и Курц, а также Макдоналд, Жакнийя и Нуссенбаум использовали два способа – обычный метод наименьших квадратов и двухшаговый метод наименьших квадратов. У французских экономистов оба способа выдали одинаковые результаты. А результаты американских авторов диаметрально изменялись при использовании разных методов. Чтобы устранить отмеченную двойственность результатов, уже упомянутые 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. Результат тестирования – отсутствие связи между изучаемыми решениями.

Таким образом, эмпирические исследования 1960–1970-х годов преимущественно были посвящены тестированию теоремы об иррелевантности и проверке соответствующего принципа разделения инвестиционных и дивидендных решений.

Исследования, посвященные связи инвестиционных и дивидендных решений в условиях асимметрии информации

Следующий пласт исследований о связи инвестиций и дивидендов базировался на предпосылке об асимметрии информации. Асимметрия информации приводит к ограничению доступа компаний к внешнему финансированию, а значит, появляется 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. Об этом пишут в своей работе Брав, Грехем, Харви и Микаэли (Brav et al., 2005), отмечая, что многие менеджеры рассматривают задачу поддержания дивидендов на определенном уровне как «неприкосновенную», а потому готовы отказаться от инвестиционных проектов. Дэниэл и др. (Daniel et al., 2010) также подтверждают, что компании, испытывающие недостаток наличности, сокращают инвестиционные затраты с целью сохранить уровень дивидендов прежним. Так, авторы продемонстрировали, что в условиях нехватки наличности 6% компаний снижают дивидендные выплаты, а 68% компаний уменьшают инвестиционные расходы.

Из проблемы асимметрии информации вытекают две важные дивидендные гипотезы. Первая, сигнальная, гипотеза заключается в том, что внутренняя информация о компании доводится до участников рынка через сигналы, в роли которых выступают изменения в дивидендном доходе. Так как менеджеры изменяют ставку обычных дивидендов только при серьезном изменении доходного потенциала компании, то изменение этой ставки служит достаточно надежным индикатором того, как пойдут дела у фирмы в будущем. Другими словами, можно предположить, что изменения дивидендов являются сигналом того, будет текущий рост прибыли устойчивым или нет (Bhattacharya, 1979; John и Williams, 1985; Miller и Rock, 1985).

Вторая гипотеза, базирующаяся на предпосылке об асимметрии информации, – это агентская гипотеза. Она основывается на конфликте интересов различных стейкхолдеров компании, прежде всего собственников и менеджеров, возникающего из-за информационной асимметрии. Дивидендные платежи, снижая денежные потоки, которые находятся под контролем менеджера, позволяют решить проблему излишнего инвестирования (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Кроме того, снижение денежных потоков, находящихся в распоряжении менеджера, вынуждает последнего искать дополнительные источники финансирования на рынке капитала. А это в свою очередь ведет к тому, что компания подвергается дополнительным проверкам со стороны поставщиков финансирования. Важно отметить, что агентская гипотеза подразумевает, что выплата дивидендов оказывает реальное воздействие на денежный поток компании, который может быть потрачен на инвестиции.

Современное исследование Рамалингеовда, Ванга и Ю (Ramalingegowda, Wang, Yu, 2013) посвящено роли финансовой отчетности в смягчении ограничивающего эффекта дивидендной политики на инвестиционные решения компании. Авторы отмечают, что высокое качество финансовой отчетности снижает асимметрию информации, снижая риски инвесторов, и, следовательно, улучшая 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 неосвязаемы, что также усугубляет проблему асимметрии информации.

Исследование Рамалингеовда, Ванга и Ю доказывает, что дивиденды отрицательно влияют на уровень инвестиций. Кроме того, высокое качество финансовой отчетности действительно смягчает ограничения, накладываемые дивидендами на инвестиции. Положительная роль качества финансовой отчетности особенно значима для компаний, которые обладают значительными возможностями роста. Этот эффект ярче проявляется при анализе инвестиций в НИОКР, чем при анализе капитальных вложений.

Взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений на развивающихся рынках капитала

Анализ взаимосвязи инвестиционных и дивидендных решений проводится и на базе развивающихся рынков капитала¹. Так, исследование Мартинса и Новаэса (Martins & Novaes, 2012) посвящено агентской дивидендной гипотезе на развивающемся рынке Бразилии. Эта развивающаяся страна относится к странам с гражданско-правовой системой. Экономисты Ла Порта и др. (La Porta et al., 1998) в своей знаменитой работе отметили, что такие страны характеризуются слабой защитой прав миноритариев, поэтому требуют дополнительных мер защиты инвесторов. Правила обязательной выплаты дивидендов (mandatory dividend rules) являются механизмом подобной защиты и приняты в настоящее время в пяти странах (Бразилия, Чили, Колумбия, Греция и Венесуэла). Причина того, что большинство стран не спешит вводить такое правило, кроется в опасении, что оно сократит внутренние фонды компании, уменьшая возможности для инвестирования. Мартинс и Новаэс проверяют, так ли это в действительности.

Во-первых, авторы показали, что в Бразилии есть официальные способы снизить выплачиваемые дивиденды (размер обязательных дивидендов составляет 25% годовой прибыли). Например, прибыльным компаниям до начисления обязательных дивидендов разрешено откладывать до 5% чистой прибыли в качестве резерва, который можно использовать на инвестиционные цели. Если компания испытывает финансовые трудности и собрание акционеров проголосует за отказ от дивидендов, она может запросить разрешение не выплачивать дивиденды. «Пропущенные» дивиденды должны быть выплачены, как только финансовое положение компании стабилизируется.

Во-вторых, экономисты сравнили дивидендную статистику в США (2117 компаний) и Бразилии (964). Оказалось, что доля плательщиков дивидендов в обеих странах примерно одинакова: 66,79 и 62,56% соответственно. Однако далее авторы изучили доли плательщиков среди компаний, разбитых на группы по размеру чистой прибыли. Выяснилось, что если чистая прибыль компании меньше, чем ее активы, то доля плательщиков в Бразилии снижается до 1. О существующих различиях в дивидендной политике на развитых и развивающихся рынках можно прочесть, например, в работе Е.А. Макаровой, 2010.

18,97%. А если, напротив, выше, то доля плательщиков значительно возрастает – до 71,21% (примерно на 50%). В США же ситуация иная: при низкой чистой прибыли доля плательщиков составляет 48,10%, а при высокой – 69,51%. Авторы делают вывод о том, что в Бразилии обязательная выплата дивидендов является эффективной мерой защиты миноритариев – в условиях финансовой неустойчивости компании снижают дивиденды, но если компания финансово благополучна, то она выплачивает дивиденды. Тогда как в США доля плательщиков меняется не столь значительно в зависимости от размера чистой прибыли.

В-третьих, авторы провели эмпирическую проверку гипотезы о том, что обязательные дивиденды снижают уровень инвестиций в Бразилии, используя модель разрывной регрессии (regression discontinuity design). Результаты тестирования свидетельствуют о том, что компании, которые выплачивают дивиденды, инвестируют на 7,3% меньше, чем неплательщики в годы экономического подъема (2005–2007). Напротив, в годы спада (2009) плательщики инвестируют на 9,4% больше. Однако выявленные зависимости являются незначимыми на 10%-ном уровне значимости. Таким образом, авторы отвергают гипотезу о том, что обязательные дивиденды снижают уровень инвестиций. К сожалению, экономисты в своем исследовании не обсуждают возможные причины полученных результатов.

В исследовании, посвященном другому развивающемуся рынку, а именно Индии, авторы, вслед за Смирлоком и Маршаллом (Smirlock & Marshall, 1983), используют тест Гренджера для выявления зависимости между решениями компаний. Бхадури и Дурай (Bhaduri, Durai, 2006) анализируют поведение 265 промышленных компаний в течение 1992–2004 годов. Однако, в отличие от Смирлока и Маршалла, индийские экономисты используют модифицированный тест Гренджера, разработанный Харлином и Венетом для панельных данных и учитывающий проблему гетерогенности данных (Hurlin, Venet, 2004). Результаты исследования свидетельствуют о том, что дивиденды и инвестиции взаимосвязаны. При этом если разбить данные на две подгруппы по ожидаемым возможностям роста, то в компаниях с высоким ожидаемым ростом дивиденды влияют на инвестиции. В компаниях же с низкими возможностями роста влияние обоюдное.

Рассмотренные исследования, посвященные развивающимся рынкам, к сожалению, не содержат анализа выводов – почему есть или нет связи между инвестиционными и дивидендными решениями. Ответ на этот вопрос можно попытаться найти, изучив особенности развивающихся рынков. Как известно, большинство компаний на подобных рынках характеризуется концентрацией акционерной собственности и слабым корпоративным управлением, что создает возможности для экспроприации ресурсов компании в пользу отдельных акционеров. Это приводит к искажению стимулов при принятии решений как этими акционерами, так и другими стейкхолдерами (менеджерами, кредиторами, работниками), что в конечном итоге снижает эффективность деятельности компаний. В статье Михайлив и Заунера (Mykhayliv, Zauner, 2013) помимо исследования влияния структуры собственности на инвестиционную активность украинских компаний дана подробная характеристика развивающихся рынков. Авторы объясняют: в развивающихся странах, особенно в странах с переходной экономикой, на инвестиционную активность компаний значительно влияет наличие частных выгод от контроля¹, тоннелирования (*tunneling*)² и возможности продажи активов компании с индивидуальной выгодой (*asset stripping*)³. Крайними формами частных выгод от контроля являются злоупотребление служебным положением (*self-dealing*), мошенничество, кража, скрытая скупка акций, инсайдерская торговля, трансфертное ценообразование, излишняя компенсация топ-менеджмента, экспроприация и др. Как подчеркивается в работах Дженсен, Шульц и Ю и Ванг (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Wu & Wang, 2005), частные выгоды от предпринятых инвестиционных проектов могут иметь значительное влияние на поведение компаний.

1. Частные выгоды от контроля – выгоды менеджера за счет собственников, или выгоды контролирующего акционера за счет неконтролирующих (Young et al., 2008).

2. Тоннелирование – переход активов и прибылей фирмы в пользу тех, кто ее контролирует (Johnson et al., 2000, p. 22).

3. Asset stripping – приобретение активов компании по ценам ниже рыночных (Campos & Giovannoni, 2006).

В статье академика Петракова (Петраков, 2004), посвященной политике российских компаний в распределении доходов и использовании кредитных ресурсов, приводятся яркие примеры отсутствия связи между инвестиционными и дивидендными решениями. Так, отмечается, что крупные плательщики распределяли избыток денежных средств среди акционеров, вместо того чтобы вкладывать в развитие производства, хотя у компаний были инвестиционные возможности. В отдельные годы в энергетике, серьезно нуждавшейся в инвестициях, наблюдался скачкообразный рост выплат в размере от 40 до 100% чистой прибыли (Петраков, 2004). Размер инвестиций в эти отрасли рос, а крупнейшие компании направляли на инвестиции более дорогие внешние источники финансирования (средства, собранные на фондовом рынке, и банковские кредиты). При этом дешевую прибыль компании распределяли в форме дивидендов либо выводили за рубеж.

Вопрос о влиянии инвестиций на дивиденды поднимался среди прочих при исследовании особенностей дивидендной политики в России и других странах с переходной экономикой (Шагалеева, 2011). В работе рассмотрено влияние возможностей роста компании на решение о выплате дивидендов, а именно следующая гипотеза: наличие возможностей роста приводит к росту инвестиционных затрат и, соответственно, снижению дивидендных выплат. В качестве показателя возможностей роста в работе использован темп роста совокупных активов. На основе данных 97 российских, 31 польских и 13 венгерских компаний (всего 514 наблюдений) было выявлено, что инвестиционные возможности не оказывают влияния на уровень дивидендных выплат.

В работе Черкасовой и Тепловой (Черкасова и Теплова, 2013) акцент сделан на инвестиционной политике компании, а именно на факторах ее финансовых ограничений. Авторы на основе данных компаний из стран БРИК за 2005–2012 годы проверяют гипотезу о том, что дивидендные выплаты являются эндогенным фактором, ограничивающим инвестиционные возможности компании. Однако зависимость в данном случае является лишь опосредованной, поскольку дивидендные показатели не вводятся напрямую в качестве объясняющих переменных, определяющих уровень инвестиционной активности. Авторы используют ряд характеристик, в том числе коэффициент дивидендных выплат, для того, чтобы разбить выборку на две части: 1) финансово свободные компании, 2) финансово ограниченные компании. Затем в основную модель, где зависимой переменной является уровень инвестиций, вводится фиктивная переменная, которая принимает значение 1 в случае, если компании присущи высокие финансовые ограничения. В результате экономисты приходят к выводу, что существует зависимость между степенью финансовой ограниченности, с которой сталкиваются компании, и инвестиционной активностью.

Подводя итоги обзора литературы, следует отметить, что современные исследования развитых рынков свидетельствуют о том, что инвестиционные и дивидендные решения все же взаимосвязаны. Однако в развивающихся странах, в том числе в России, на данную связь большое влияние оказывает несовершенство корпоративного управления. В результате инвестиционные и дивидендные решения компании в таких странах принимаются раздельно.

Однако в некоторых развивающихся странах (например, Индии) все же выявляется наличие связи. Поэтому требуется дальнейшая проработка данного вопроса с введением в анализ дополнительных объясняющих факторов. Кроме того, на основе данных российского рынка подробное изучение данной проблемы до сих пор не было осуществлено, что также открывает пути для дальнейшего исследования.

Таблица 2

Исследования, тестирующие взаимосвязь инвестиционных и дивидендных решений

Автор	Выборка	Связь инвестиций и дивидендов
Fama, 1974	США	Div→Inv: нет
McDonald, Jacquillat, Nus-senbaum (1975)	Франция 1962–1968 гг. 75 компаний	Inv →Div: нет Div→Inv: да, полож.

Автор	Выборка	Связь инвестиций и дивидендов
Dhrymes, Kurz (1967)	США 1951–1960 гг.	Inv →Div: да, но знак менялся в зависимости от эконометрического метода Div→Inv: да, но знак менялся в зависимости от эконометрического метода
Higgins, R.C. (1972)	США 1961–1965 гг. 117–123 фирм	Inv →Div: да, отриц. Div→Inv: нет
Smirlock, Marshall (1983)	США 1958–1977 гг. 194 фирмы	Inv →Div: нет Div→Inv: нет
Daniel et al. (2010)	США 1992–2006 гг. 1500 компаний	Div→Inv: да, отриц.
Ramalingegowda, Wang, Yu (2013)	США 1994–2010 гг. 41475 наблюдений	Div→Inv: да, отриц.
Bhaduri S.N., S. R.Durai (2006)	Индия 1992–2004 гг. 265 компаний (база Capital Online)	Inv →Div: да Div→Inv: да
Шагалева Г.Б. (2011)	97 российских, 31 польских и 13 венгерских компаний 2004–2008 гг. (база Van Dijk)	Inv →Div: нет
Martins, T.C., Novaes (2012)	Бразилия 2005–2009 гг. 216 (база Economatica)	Div→Inv: нет
Черкасова В.А., Теплова О.Ю.	Бразилия (69 компаний) Россия (64) Индия (95) Китай (154) 2005–2012 гг.	Div & Inv: да, опосредованно

Список литературы

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: Олимп – Бизнес, 1997.
2. Петраков Н.Я. Некоторые особенности политики российских компаний в распределении доходов и использовании кредитных ресурсов. URL: <http://www.cemi.rssi.ru/mei/articles/petr04-3.pdf> (дата обращения – 01.08.2013).
3. Макарова Е.А. Сравнение подходов исследования дивидендной политики компаний развитого и развивающегося рынков капитала // Корпоративные финансы. 2010. № 1 (13). С. 95-105.
4. Черкасова В.А., Теплова О.Ю. Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 2(26). С. 5–20.
5. Шагалева Г. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала. Диссертация на соискание ученой степени кандидата наук, 2011.
6. 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) 155–158.
7. Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., Michaely, R. (2005), Payout policy in the 21st century. Journal of Financial Economics, 77(3) 2005 483–527.
8. Daniel, N.D., Denis, D.J., Naveen, L. (2013), Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls, Working paper. Purdue University.

9. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. (2004), Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics*, 72 (2004) 425–456.
10. Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A. (1994), The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (1994) 567–587.
11. Dhrymes, Ph. J., Kurz, M. (1967), Investment, Dividend and External Finance Behavior of Firms // *Determinants of Investment Behavior*, edited by Ferber. New York: National Bureau of Economic Research.
12. Fama, E., Miller, M. (1972), *The Theory of Finance*. Hinsdale, IL: Dryden Press.
13. Higgins, R.C. (1972), The Corporate Dividend-Savings Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7 (1972) 1527–1541.
14. Hurlin, C., Venet, B. Financial development and growth: a re-examination using a panel Granger causality test // *Document de recherche. LEO 2004–05*, Universite. d’Orle.ans.
15. Jensen, M., Meckling, W. (1996), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (1976) 305–360.
16. Lintner, J. (1956), Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review*, 46 (1956) 97–118.
17. 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](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002).
18. Mykhayliv, D, Zauner, K.G. (2013), Investment behavior and ownership structure in Ukraine: Soft budget constraints, government ownership and private benefits of control, *Journal of Comparative Economics*, 41 (2013) 265–278.
19. Miller, M., Modigliani, F. (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34 (1961) 411–433.
20. 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*, 3(88) (2013) 1007–1039.
21. 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).