

## Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний

Полугодина В.В.<sup>10</sup>, Репин Д.В.<sup>11</sup>

*Настоящая статья посвящена моделированию дивидендной политики российских компаний в контексте фундаментальной проблемы асимметрии информации. В исследовании сделан акцент на выявлении зависимости дивидендной политики от двух факторов, влияющих на агентские издержки, а именно структуры собственности и качества корпоративного управления в компании. Данная работа – одна из первых в научной литературе, где исследуется одновременное и взаимосвязанное влияние на дивидендную политику двух вышеназванных факторов. Структура собственности моделируется на основе предпосылки о различном влиянии на дивидендную политику разных типов инвесторов: государства, менеджмента и совета директоров, иностранных и стратегических корпоративных инвесторов, а также офшорных компаний. Для оценки качества корпоративного управления используется индекс, составленный по оригинальной авторской методике. В работе моделируются два типа решений в области дивидендной политики: первое – бинарное – платить или не платить дивиденды, и второе – количественное (при условии наличия выплат) – сколько платить. Результаты исследования подтверждают, что помимо финансовых переменных на дивидендную политику значимое влияние оказывают такие нефинансовые факторы, как структура собственности и качество корпоративного управления. Кроме этого, важным результатом данной работы является эмпирическое доказательство того, что показатели структуры собственности и качества корпоративного управления взаимосвязаны и оказывают одновременное, но при этом раздельное воздействие на дивидендную политику. Данный результат особенно важен, учитывая тот факт, что предыдущие исследования, как правило, не учитывали разнонаправленной корреляции отдельных типов собственников с качеством корпоративного управления и, следовательно, возможности их различного влияния на дивидендную политику.*

JEL: G35

*Ключевые слова:* дивидендная политика, структура собственности, корпоративное управление

### Введение

Проблема моделирования дивидендной политики компаний привлекала множество исследователей начиная уже с середины прошлого века и до сих пор занимает значительное место в экономической науке. Еще в 1961 году Миллер и Модильяни в своей широко известной работе доказали, что в условиях совершенного рынка дивидендная политика не влияет на стоимость компании [Miller and Modigliani, 1961]. Однако также давно известно, что на практике несовершенства рынка делают знаменитую теорему Модильяни и Миллера невыполнимой. В современной научной литературе известно несколько фундаментальных несовершенств, приводящих к значимости дивидендной политики, – это налоги, асимметрия информации и трансакционные издержки.

Настоящее исследование фокусируется на фундаментальной проблеме асимметрии информации и моделировании дивидендной политики в контексте агентской теории. Цель

<sup>10</sup> Магистр экономики, выпускница кафедры экономики и финансов фирмы ФЭ ГУ ВШЭ/

<sup>11</sup> Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы ФЭ ГУ ВШЭ/

работы – исследовать российскую специфику дивидендной политики и смоделировать зависимость дивидендных выплат российских компаний от набора факторов, а также эмпирически протестировать агентскую теорию на российских данных при помощи двух факторов, влияющих на агентские издержки: структуры собственности и качества корпоративного управления.

Исследование данных вопросов в настоящий момент является актуальным. В последние годы существенно возрос интерес к проблемам структуры собственности и корпоративного управления, а также к их влиянию на дивидендную политику. Взаимосвязь между этими факторами, очевидно, существует, однако характер зависимости до сих пор остается предметом научных споров и противоречий, особенно применительно к развивающимся странам.

Новизна и оригинальность работы может быть отмечена в нескольких областях. Во-первых, в области предмета исследования: в современной научной литературе практически не существует исследований, которые пытались бы одновременно связать дивидендную политику как со структурой собственности, так и с корпоративным управлением (авторам данного исследования известна только одна работа, в которой такая взаимосвязь исследовалась в Аргентине [Webczuk, 2005]). Помимо этого исследование ориентировано на изучение российской специфики, которая в контексте поставленных в работе задач исследована очень слабо. Во-вторых, оригинальность присутствует в области данных, поскольку большой объем информации собирался из первоисточников на основе методологии *content analysis*<sup>12</sup>. И наконец, в области методов исследования: в статье представлена оригинальная авторская методика составления индекса, используемого для оценки качества корпоративного управления.

Выводы, полученные в настоящей работе, являются вкладом в научное изучение дивидендной политики и представляют собой статистически обоснованный взгляд на влияние структуры собственности и качества корпоративного управления на поведение фирм при принятии решений о выплате дивидендов. При этом выводы являются специфичными и учитывают институциональные особенности России как страны с высоким уровнем концентрации власти в руках ключевых собственников и развивающимся институтом корпоративного управления.

Работа организована следующим образом. В первом разделе представлен обзор научных работ по теме настоящего исследования. Во втором разделе подробно изложена методика исследования, а в третьем представлены результаты исследования и выводы.

## **1. Взаимосвязь дивидендной политики со структурой собственности и качеством корпоративного управления**

Влияние структуры собственности на дивидендную политику, очевидно, должно быть значимым: ведь именно интересы собственников должны в конечном счете влиять на наличие и размер выплат. В современной литературе исследователи чаще всего обращают внимание на такие факторы структуры собственности, как концентрация и наличие собственников-инсайдеров.

В области исследования зависимости дивидендов от степени концентрации собственности, как и в любом другом научном вопросе, существуют исследования, подтверждающие как положительную взаимосвязь между факторами, так и ее отсутствие, однако большинство исследователей все же склоняются к мнению, что эта зависимость должна быть обратной. Различные работы [Al-Shattarat, 2006; Khan, 2006 и др.] подтверждают на примерах как развитых, так и развивающихся стран тот факт, что уровень выплат отрицательно зависит от степени концентрации собственности, что согласуется с агентской теорией. Однако существует еще одна теория, которая объясняет такой характер

---

<sup>12</sup> Анализ содержания (англ.)

зависимости, – так называемая теория ренты [Mancinelli and Ozkan, 2006; Bena and Hanousek, 2008]. Она предполагает, что, выплачивая низкие дивиденды, крупные собственники могут извлекать из компании «ренту», т.е. дополнительный доход в ущерб миноритарным акционерам.

Помимо непосредственно концентрации собственности также изучается влияние ее композиции, т.е. состава акционеров на дивидендную политику. Важным вопросом здесь является наличие собственников-инсайдеров, т.е. собственников, участвующих в управлении компанией. Многие исследования [Short et al., 2002; Truong and Heaney, 2007 и др.] выявляют, что уровень выплат отрицательно зависит от степени участия собственников в управлении компанией. Однако существует также теория, предполагающая нелинейную (U-образную) зависимость между вышеназванными факторами [Schooley and Barney, 1994]. Эта модель, названная авторами теорией укрепления (entrenchment theory), предполагает, что при превышении некоего уровня концентрации акций в собственности менеджеров (эмпирически – 30% [Farinha, 2005]) начинают проявляться агентские издержки укрепления власти менеджеров. В таком случае дивиденды могут играть роль инструмента, снижающего эти издержки, т.е. должна наблюдаться положительная взаимосвязь между уровнем дивидендных выплат и размером пакета акций у менеджмента.

Заметно реже в научной литературе встречаются исследования, изучающие влияние на дивидендную политику иных типов собственности, таких, как, например, государственная и иностранная, однако и среди существующих работ также можно найти примеры выявления как положительных, так и отрицательных зависимостей.

В Таблица 1 обобщены существующие работы, исследующие влияние структуры собственности на дивидендную политику.

Таблица 1

Обзор исследований зависимости дивидендной политики (вероятности выплаты дивидендов и/или уровня выплат) от показателей структуры собственности

Объясняющая переменная	Положительная зависимость	Отсутствие зависимости	Отрицательная зависимость	Нелинейная (U-образная) зависимость
<b>Концентрация собственности</b>	Kouki & Guizani (2009) – <i>Tunisia</i>	Chen et al. (2005) – <i>Hong Kong</i> ; Al-Malkawi (2007) – <i>Jordan</i>	Khan (2006) – <i>UK</i> ; Harada, & Nguyen (2006) – <i>Japan</i> ; Al-Shattarat (2006) – <i>Jordan</i> ; Mancinelli & Ozkan (2006) – <i>Italy</i> ; Bena & Hanousek (2008) – <i>Czech Republic</i> и др.	
<b>Наличие собственников-инсайдеров</b>	Kumar (2003) – <i>India</i>		Rozeff (1982) – <i>US</i> ; Eckbo & Verma (1993) – <i>Canada</i> ; Fenn & Liang (2001) – <i>US</i> ; Truong and Heaney (2007) – <i>Multinational</i> ; Al-Malkawi (2007) – <i>Jordan</i> и др.	Schooley & Barney (1994) – <i>US</i> ; Farinha (2005) – <i>Multinational</i> ; Kim et al. (2006) – <i>South Korea</i>
<b>Наличие институциональных собственников</b>	Short et al. (2002) – <i>UK</i> ; Khan (2006) – <i>UK</i> ; Abdelsalam et al. (2008) – <i>Egypt</i>	Elston et al. (2002) – <i>Germany</i> ; Grinstein & Michaely (2005)	Truong and Heaney (2007) – <i>Multinational</i> ; Kouki & Guizani (2009) – <i>Tunisia</i> ;	

Объясняющая переменная	Положительная зависимость	Отсутствие зависимости	Отрицательная зависимость	Нелинейная (U-образная) зависимость
		– <i>US</i>	Kumar (2003) – <i>India</i>	
<b>Наличие государственной собственности</b>	Wei et al. (2004) – <i>China</i> ; Kouki & Guizani (2009) – <i>Tunisia</i> ; Al-Malkawi (2007) – <i>Jordan</i>		Bradford et al. (2005) – <i>China</i>	
<b>Наличие иностранных собственников</b>	Cook & Jeon (2006) – <i>Korea (choice-to-pay)</i> ; Baba (2008) – <i>Japan</i>	Kumar (2003) – <i>India</i>	Cook & Jeon (2006) – <i>Korea (div. level)</i>	

Довольно противоречивы взгляды современных исследователей и на проблему влияния качества корпоративного управления на дивидендную политику. Ла Порта и др. [La Porta et al., 2000] в своей работе приводят две модели зависимости дивидендной политики от качества корпоративного управления, построенные на основе агентской теории, которые ведут нас к двум прямо противоположным результатам.

Первая модель, так называемая результативная (*outcome model*), говорит о том, что дивиденды выплачиваются из-за давления миноритарных акционеров. Таким образом, чем лучше корпоративное управление в компании, тем лучше защищены права миноритарных акционеров, и, как результат, тем больше дивидендов выплачивает компания. Эта модель подтверждается рядом эмпирических исследований, в частности самими авторами модели [La Porta et al., 2000, 2002] и исследованиями на данных развивающихся рынков [Mitton, 2004; Kowalewska et al., 2008].

Вторая модель, напротив, объясняет обратную взаимосвязь качества корпоративного управления и уровня дивидендных выплат. Эта модель предполагает, что фирмы со слабой защитой прав акционеров стремятся обеспечить хорошую репутацию в плане отношений с акционерами и поэтому выплачивают бóльшие дивиденды. Иначе говоря, предполагается, что дивиденды являются субституту хорошего корпоративного управления. Эта теория также имеет ряд эмпирических подтверждений [Khan, 2006; Jigarom and Ning, 2006].

В целом однозначного доказательства состоятельности одной из этих моделей и несостоятельности другой пока нет. В процессе исследования мы проверим, какая из двух возможных противоположных гипотез подтверждается на российском рынке.

## 2. Данные и методика исследования

Для целей настоящего исследования выборка собиралась из числа российских публичных нефинансовых компаний. В итоговую выборку вошло 42 компании с максимальным периодом наблюдения восемь лет, с 2000 по 2007 год, и с минимальным – в четыре года; всего 246 наблюдений в виде несбалансированной панели, из которых 53 представляют собой наблюдения с отсутствием дивидендных выплат. На Рисунок 1 показано распределение компаний в выборке по годам.

Все финансовые данные получены из базы данных Bloomberg. Информация о структуре собственности и качестве корпоративного управления собиралась по методологии *content analysis* на основе годовых отчетов, списков аффилированных лиц, протоколов и иных документов, опубликованных на веб-сайтах компаний.

В исследовании рассматривается два типа решений в области дивидендной политики: первое – платить или не платить дивиденды, и второе – если платить, то сколько.

Моделирование первого типа решений производится при помощи построения пробит-моделей (probit). В первой из них зависимой является бинарная переменная, принимающая значение 1, если дивиденды выплачивались по итогам данного периода, и 0, если иначе. Помимо этого, отдельно рассмотрены случаи смены поведения, т.е. начало и прекращение выплаты дивидендов, каждый из которых оценивается отдельной пробит-моделью.

Второй тип решений, который рассматривается в данной работе, – сколько платить дивидендов. В этом случае для адекватного учета размера компаний используются относительные величины. В частности, в качестве зависимой переменной используется доля дивидендов в прибыли компании и отношение дивиденда на акцию к рыночной стоимости акции, т.е. фактически дивидендная доходность. Эти модели оцениваются при помощи доступного обобщенного МНК, чтобы учесть гетероскедастичность и автокорреляцию в данных.

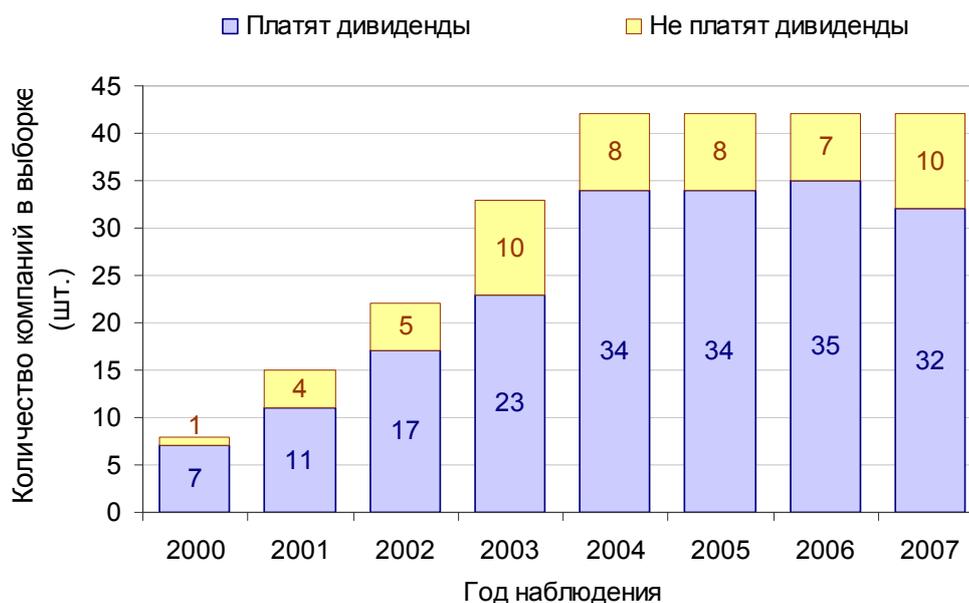


Рисунок 1. Распределение количества компаний в выборке по годам наблюдения

Помимо ключевых для данного исследования показателей структуры собственности и качества корпоративного управления изначально предполагается следующее влияние потенциальных объясняющих переменных на показатели дивидендной политики:

- Если выполняется гипотеза сглаживания, то предыдущее (с лагом в 1 период) значение зависимой переменной должно значимо положительно влиять на текущее.
- Чистая прибыль или доходность также должна иметь положительное влияние на дивидендные выплаты.
- Структура капитала (финансовый рычаг) может иметь отрицательное влияние на дивидендную политику вследствие того, что наличие кредиторов может ограничивать возможности выплат акционерам.
- Отрицательная зависимость может наблюдаться и от показателя Q Тобина, который в настоящем исследовании понимается как показатель инвестиционных возможностей компании.

Перейдем теперь к двум ключевым факторам, которые интересуют нас в настоящей работе.

## 2.1. Методика оценки структуры собственности

Структура собственности моделируется через доли различных инвесторов в собственном капитале компании.

Здесь стоит отметить, во-первых, то, что доли менеджмента и совета директоров были объединены в одну группу, поскольку в российских негосударственных компаниях сложно провести черту между этими двумя изначально различными структурами. В России фактически, если один или несколько собственников владеют компанией, они могут занимать позиции и в менеджменте, и в совете директоров, и могут также периодически переходить из одной категории в другую. При этом роль их в компании, скорее всего, не меняется. Поэтому объединение этих двух групп, на наш взгляд, позволит более правильно отразить долю собственности в руках управленцев с учетом российских реалий.

Помимо этого в отдельную группу были выделены также стратегические корпоративные инвесторы, т.е. такие, которые фактически участвуют в управлении компанией и являются такими же «собственниками-менеджерами», как и управленцы, описанные выше. Однако очевидно, что интересы у физических и юридических лиц в таком статусе могут все-таки различаться из-за различия целей, временных горизонтов, процессов получения денежного потока и т.п.

Кроме этого, в процессе сбора данных о структуре собственности стало очевидно, что в конечный набор показателей необходимо включить дополнительный тип собственников, не рассматриваемый ранее, но, несомненно, важный при исследовании российских компаний – это офшорные компании, т.е. зарегистрированные на Кипре, Виргинских островах и т.п. Предположительно их влияние на дивидендную политику может быть значимым и отличным от влияния других типов собственников.

Таким образом, в конечном варианте структура собственности, как фактор дивидендной политики, рассматривается в виде показателей долей государства, менеджмента и совета директоров, офшорных компаний, иностранных и стратегических инвесторов в собственном капитале компании.

## 2.2. Методика оценки качества корпоративного управления

В качестве основы для разработки методики составления индекса были использованы как научные источники [Rutherford and Costello, 1999; Bebczuk, 2005; Black et al., 2005; Sawicki, 2009], так и методология, опубликованная на сайте агентства S&P<sup>13</sup>, хотя последняя подошла для целей настоящей работы в значительно меньшей степени, поскольку S&P использует большое количество закрытой информации. Между тем первым (и самым существенным) ограничением при разработке методики стал вопрос возможности сбора информации, и именно поэтому многие факторы, которые анализирует S&P при оценке качества корпоративного управления (например, отношения с регистратором, условия важнейших контрактов и лицензий и др.) были отброшены из-за несоответствия данному критерию.

Помимо этого, многие факторы, несмотря на кажущуюся простоту сбора информации, на наш взгляд, теряют смысл без доступа к инсайдерским данным и глубокого анализа процессов в компании. Так, например, одним из критериев оценки качества корпоративного управления по разделу «права акционеров» в S&P называют следующий: «Акционеры, в совокупности владеющие определенным объемом голосующих акций (не менее 10%), должны иметь право созывать внеочередные собрания акционеров»<sup>14</sup>. На первый взгляд, проверить наличие подобного положения в Уставе компании довольно просто. Однако

<sup>13</sup> «Критерии, методология, определения РКУ». Standard & Poor's, Октябрь 2006. URL: [http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=rku\\_criteria](http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=rku_criteria).

<sup>14</sup> Там же.

следует заметить, что это положение прописано в п.1 ст. 55 главы VII Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». Поэтому, на наш взгляд, анализ исключительно наличия в Уставе компании этого и других подобных ему положений, дублирующих нормы законодательства, не имеет смысла. Юридически акционеры имеют указанные выше права независимо от того, прописаны ли они в уставе конкретной компании. Что здесь действительно важно, так это фактическое соблюдение этих положений в реальных ситуациях, однако это и приводит нас к необходимости доступа к инсайдерской информации. Поэтому, на наш взгляд, в условиях доступа только к публичным источникам информации следует отбросить такие формальные критерии, которые компании обязаны соблюдать в соответствии с законодательством.

Индекс составляется преимущественно из бинарных показателей для обеспечения максимальной объективности и рассчитывается простым кумулятивным способом, т.е. каждый бинарный показатель добавляет 1 балл к общей оценке. Для нескольких показателей, которые предусматривают объективное абсолютное значение, перед включением в индекс производится нормировка на максимальное по выборке значение.

В целом мы выделили три основных подиндекса, из которых затем составили общий индекс качества корпоративного управления. Показатели, отобранные в каждый из трех подразделов, приведены в Таблица 2.

Таблица 2

Состав индекса качества корпоративного управления,  
источники данных и основные характеристики элементов индекса  
Единица измерения числовых данных: нет  
Период, за который представлены данные: 2000–2007

Аппроксимируемый элемент корпоративного управления	Оцениваемый показатель	Источник	Тип переменной	Среднее значение	Станд. отклон.
<b>А. Раскрытие информации</b>					
Прозрачность и понятность бизнеса	Сформулированные долгосрочные цели и стратегия	Годовой отчет	Бинарная	0,736	0,442
	Описание ключевых событий года	Годовой отчет	Бинарная	0,593	0,492
	Наличие расшифровок и примечаний к текущей финансовой отчетности (законодательно необязательны к публикации)	Фин. отчетность	Бинарная	0,598	0,491
	Наличие архива новостей за последние 5 лет	Веб-сайт	Бинарная, стационарная <sup>15</sup>	0,728	0,446
Качество финансовой информации	Компания применяет МСФО	Фин. отчетность	Бинарная	0,837	0,370
	Аудитор принадлежит к "большой четверке"	Фин. отчетность	Бинарная	0,833	0,373
<b>В. Защита интересов акционеров и отношения со стейкхолдерами</b>					

<sup>15</sup> Стационарность означает, что для данной переменной невозможно собрать данные по состоянию на различные периоды, поэтому значение принимается одинаковым для всех периодов. Эти переменные включаются в индекс, поскольку, на наш взгляд, они довольно важны. При этом в индексе всего три стационарных переменных, поэтому в целом индекс не теряет свойства панельной переменной.

Аппроксимируемый элемент корпоративного управления	Оцениваемый показатель	Источник	Тип переменной	Среднее значение	Станд. отклон.
Прозрачность структуры собственности	Наличие информации о типах и количестве акций	Годовой отчет	Бинарная	0,813	0,391
	Наличие информации о ключевых акционерах (более 25% акций)	Годовой отчет	Бинарная	0,699	0,460
	Наличие информации об акционерах, имеющих более 10% акций	Годовой отчет	Бинарная	0,402	0,491
Защита интересов акционеров	Наличие документов, определяющих стандарты корпоративного поведения	Веб-сайт	Бинарная	0,524	0,500
	Наличие документов, определяющих информационную политику	Веб-сайт	Бинарная	0,374	0,481
	Биография директоров (0.5) и топ-менеджмента (0.5)	Годовой отчет	Бинарные с весами <sup>16</sup>	0,630	0,460
	Информация о типах (0.5) и размере (0.5) вознаграждений топ-менеджмента и СД	Годовой отчет	Бинарные с весами	0,435	0,445
Обеспечение равных прав всех акционеров	Публикация уведомлений об общих собраниях и материалов для акционеров	Веб-сайт	Бинарная	0,634	0,483
	Публикация протоколов общих собраний акционеров	Веб-сайт	Бинарная	0,654	0,477
	Английская версия сайта	Веб-сайт	Бинарная, стационарная	0,923	0,268
	Календарь будущих событий	Веб-сайт	Бинарная, стационарная	0,472	0,500
Отношения со стейкхолдерами	Публикация отчетов о деятельности в сфере соц. ответственности (0.5 если информация содержится в годовом отчете, 1 если отчет публикуется отдельно)	Годовой отчет / отчет CSR	Дискретная	0,337	0,314
<b>С. Состав и процедуры совета директоров</b>					
Независимость СД	Процент независимых директоров в составе СД	Годовой отчет	Процент	22,612	17,045
	Разделение функций председателя СД и СЕО	Годовой отчет	Бинарная	0,955	0,207
Стабильность СД	Средний срок нахождения членов в СД в годах	Годовой отчет	Абсолютное	3,089	1,887

<sup>16</sup> Фактически это две бинарные переменные, объединенные в одну по той причине, что чаще всего наличие или отсутствие этих двух признаков проявляется одновременно.

Аппроксимируемый элемент корпоративного управления	Оцениваемый показатель	Источник	Тип переменной	Среднее значение	Станд. отклон.
			значение		
Активность СД	Количество заседаний СД	Годовой отчет / веб-сайт	Абсолютное значение	5,980	6,034
Прозрачность процедур СД	Публикация протоколов собраний совета директоров	Веб-сайт	Бинарная	0,402	0,491
	Информация о видах (0.5) и составе (0.5) комитетов СД	Годовой отчет	Бинарные с весами	0,331	0,437
	Информация о результатах деятельности комитетов СД	Годовой отчет	Бинарная	0,122	0,328

Стоит заметить, что некоторые исследователи [Rutherford and Costello, 1999 и др.], а также агентство S&P включают в индекс корпоративного управления параметр концентрации собственности, как фактора, негативно влияющего на качество корпоративного управления. На наш взгляд, это не совсем корректно, поскольку различные типы собственников могут по-разному влиять на корпоративное управление. В качестве подтверждения в Таблица 3 представлена корреляционная матрица, отражающая зависимость индекса корпоративного управления и показателей структуры собственности.

Таблица 3

Взаимосвязь индекса корпоративного управления с типами собственности  
Период, за который представлены данные: 2004–2007

Показатель	Среднее значение индекса корпоративного управления при доле собственника >50% (по типам собственников)	Корреляция индекса корпоративного управления с долей собственника (по типам)
Единица измерения	%	---
Доля государства	62,19	0,0786
Доля менеджмента и СД	51,93	-0,1425
Доля офшорных компаний	51,10	-0,1334
Доля иностранных инвесторов	66,46	0,1593
Доля корпоративных инвесторов	39,85	-0,1421

Разбивка на типы собственников дает нам несколько более полное представление о взаимосвязи структуры собственности и корпоративного управления и подтверждает, что не для всех типов собственников корреляция с индексом отрицательна. По этой причине мы считаем, что показатели структуры собственности и корпоративного управления необходимо анализировать отдельно.

### 3. Результаты исследования

Напомним, что в данной работе для моделирования дивидендной политики было построено несколько моделей: модель вероятности выплаты дивидендов, модели смены

поведения, модель доли дивидендов в прибыли и модель рыночной дивидендной доходности. Результаты оценки моделей приведены в Приложении.

Итоги оценки первой группы моделей (с бинарными зависимыми переменными) говорят нам о том, что компании стараются придерживаться однажды выбранной стратегии: платить или не платить дивиденды. Если же смена стратегии происходит, то на это решение не влияет даже существенное изменение текущей доходности собственного капитала, причем как в случае начала, так и в случае прекращения выплат. По результатам оценки моделей смены поведения можно предположить, что начало дивидендных выплат чаще всего связано не с финансовыми показателями, а со значимым улучшением качества корпоративного управления в компании, т.е. дивидендные выплаты являются скорее элементом корпоративного управления. Прекращение выплат может быть связано с финансовыми проблемами в компании, в частности с существенным увеличением долговой нагрузки, которое приводит к перераспределению денежных потоков от акционеров к кредиторам. Однако при этом высокое качество корпоративного управления несколько снижает вероятность принятия такого решения даже при значительном изменении финансовых показателей.

Оценка второй группы моделей позволила нам выявить основные факторы, которые влияют на решение о том, сколько платить дивидендов. На основе этих моделей можно сделать несколько выводов: во-первых, компании стараются хотя бы частично сглаживать дивиденды относительно колебаний прибыли. Во-вторых, на уровень дивидендных выплат отрицательно влияют уровень долга и наличие инвестиционных возможностей в компании. Однако эти выводы были достаточно предсказуемыми на основе существующих исследований и не являются основной целью нашей работы. Большой интерес для нас представляют нефинансовые показатели: структура собственности и качество корпоративного управления.

Важным результатом данного исследования является доказательство того, что структура собственности и качество корпоративного управления действуют взаимосвязано. Как уже упоминалось в разделе 1, в научной литературе практически отсутствуют работы, исследующие эти факторы совместно, а те, которые делают это, обычно объединяют два фактора, т.е. включают параметр концентрации собственности в состав индекса корпоративного управления. Однако результаты данной работы подтверждают, что связь между показателями структуры собственности и качества корпоративного управления, в том числе применительно к влиянию их на дивидендную политику, не так однозначна, чтобы объединять их в один показатель.

Концентрация собственности оказывает значимое влияние на дивидендную политику; в частности, в данной статье была подтверждена гипотеза, сформулированная в работе Реннебург и Трояновски [Renneboog and Trojanowski, 2007], о том, что при высокой концентрации собственности ослабевает взаимосвязь между дивидендами и прибылью компании, вследствие того что крупный собственник хорошо осведомлен о реальном положении дел в компании и может принимать наиболее эффективные решения о распределении денежного потока.

Корпоративное управление во всех оцененных моделях оказывает положительное влияние на дивидендную политику, и, таким образом, в данном исследовании подтверждается результативная теория, представленная в разделе 1.

Взаимодополняющее влияние двух факторов проявляется в том, что при высокой концентрации собственности влияние корпоративного управления оказывается несколько слабее, чем при низкой. Данный факт подчеркивает переговорную силу мажоритарных акционеров при принятии решений о выплате дивидендов. С другой стороны, в группе компаний с высоким уровнем корпоративного управления влияние основных собственников на принятие решений оказывается слабее, чем по всей выборке.

Кроме этого, различные типы собственников по-разному влияют на дивидендную политику. В частности, высокая доля собственности в руках менеджеров и корпоративных

инвесторов приводит к уменьшению дивидендов, а концентрация собственности у государства, офшорных компаний или иностранных инвесторов увеличивает дивидендные выплаты. Большая часть этих результатов согласуется с агентской теорией, однако для некоторых из них можно предложить и другое объяснение, возможно, более соответствующее российским реалиям.

Так, при увеличении доли менеджеров или стратегических корпоративных инвесторов агентские издержки могут не снижаться, поскольку интересы собственника-управленца и миноритарных акционеров могут быть по-прежнему различны. Имея контроль над компанией, основной собственник может снижать дивиденды, чтобы затем иными способами изъять из компании денежный поток и присвоить его в ущерб миноритарным акционерам. Помимо этого данный мотив также отрицательно сказывается на открытости бизнеса, что приводит к отрицательной корреляции данных типов собственников с индексом корпоративного управления.

Противоположное влияние на величину дивидендов наблюдается при наличии офшорных компаний в структуре собственности, несмотря на то что последние также не способствуют росту открытости компании (их корреляция с индексом также отрицательна). Использование последних, как правило, осуществляется с целью вывода денежных средств из оборота компании. В этом случае дивиденды являются инструментом изъятия наличности, что отражается в увеличении дивидендных выплат с ростом доли офшоров в собственности.

Что касается государственных и иностранных собственников, то их влияние объясняется в соответствии с агентской теорией.

### Заключение

Основной целью данной работы являлось моделирование дивидендной политики российских компаний в контексте фундаментальной проблемы асимметрии информации и, в частности, агентской теории. Акцент был сделан на двух факторах, влияющих на информационную асимметрию: структуре собственности и корпоративном управлении.

Вначале был приведен подробный обзор существующих работ по данной тематике. В результате было выявлено, что по вопросам влияния структуры собственности и качества корпоративного управления на дивидендную политику не существует единого мнения. Кроме этого, существующие работы анализируют лишь отдельные аспекты проблемы, и очень редко несколько показателей структуры собственности и качества корпоративного управления исследуются совместно. В соответствии с целью данной работы и результатами изучения существующей на настоящий момент литературы была разработана методика исследования, в частности составлен собственный индекс качества корпоративного управления.

В работе исследовалось и моделировалось два типа решений: первое – бинарное – платить или не платить дивиденды, и второе – количественное, при условии наличия выплат, – сколько платить. В результате исследования было построено несколько моделей, описывающих отдельные решения, и было выявлено, что, помимо финансовых переменных, на дивидендную политику значимое влияние оказывают как показатели структуры собственности, так и качество корпоративного управления.

В отношении последнего строго подтвердилась теория о том, что дивиденды являются именно элементом корпоративного управления, а не его субститутотом, поскольку увеличение этого показателя в различных видах моделей оказывает положительное влияние на дивидендную политику.

Что касается группы показателей структуры собственности, то здесь стоит отметить разнонаправленное влияние отдельных типов собственников на дивидендную политику. В частности, высокая доля собственности в руках менеджеров и стратегических корпоративных инвесторов (фактически тоже собственников-управленцев) приводит к

уменьшению дивидендов, а концентрация пакетов акций у государственных собственников, офшорных компаний или иностранных инвесторов увеличивает дивидендные выплаты. Большая часть этих результатов согласуется с агентской теорией, однако для некоторых переменных в данной работе было предложено и другое объяснение, возможно, более соответствующее российским реалиям.

Помимо этого важным результатом данной работы явилось эмпирическое доказательство того, что показатели структуры собственности и качества корпоративного управления взаимосвязаны и оказывают одновременное, но при этом раздельное воздействие на дивидендную политику. Учитывая это, на наш взгляд, структуру собственности нельзя оценивать исключительно с помощью показателя ее концентрации и тем более в таком виде включать в состав индекса корпоративного управления.

В целом в данной работе в соответствии с целью исследования были построены эмпирические модели, описывающие отдельные решения в области дивидендной политики, а также выявлены и интерпретированы зависимости между дивидендной политикой и двумя нефинансовыми переменными, влияющими на асимметрию информации, на основе панельных данных о российских компаниях.

Выводы о воздействии структуры собственности и качества корпоративного управления на дивидендную политику учитывают не только положения агентской теории, но и особенности российской институциональной среды, в том числе развивающийся институт корпоративного управления и исторически сложившуюся высокую концентрацию собственности в российских компаниях.

### Приложение. Результаты оценки моделей

#### Модель вероятности выплаты дивидендов

Random-effects probit regression	Number of obs =	204
Group variable (i): i_comp	Number of groups =	42
Random effects u_i ~ Gaussian	Obs per group: min =	3
	avg =	4,9
	max =	7
	Wald chi2(5) =	61,90
Log likelihood = -34, 59445	Prob > chi2 =	0,0000

DIV_booln	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
l1_DIV_booln	2,793468	,3603062	7,75	0,000	2,087281	3,499655
roe	2,839869	1,470303	1,93	0,053	-,0418713	5,72161
QTob	-,194239	,083749	-2,32	0,020	-,358384	-,0300939
stk_offshr	2,080258	1,108592	1,88	0,061	-,0925435	4,253059
CGi	2,800571	1,122513	2,49	0,013	,6004859	5,000657
_cons	-2,509661	,7280977	-3,45	0,001	-3,936706	-1,082616
/lnsig2u	-3,401754	1,013927			-5,389014	-1,414493
sigma_u	,1825234	,0925327			,0675757	,4929997
rho	,0922407	,0316358			,0045457	,1955263

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 10, 28

Prob >= chibar2 = 0, 003

#### Модели смены поведения

##### Начало выплат

Probit regression	Number of obs =	43
	LR chi2(1) =	5,78
	Prob > chi2	0,0162

Log likelihood = -17,768954					Pseudo R2 = 0,1399	
DIV_start	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
dCGi	6,362975	2,817849	2,26	0,024	,8400939	11,88586
_cons	-1,29609	,3041657	-4,26	0,000	-1,892243	-,6999358

Прекращение выплат		Number of obs = 161	
Probit regression		LR chi2(1) = 5,89	
Log likelihood = -19,335106		Prob > chi2 0,0525	
		Pseudo R2 = 0,1322	

DIV_finish	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
dlvg	,5654632	,3801365	1,49	0,137	-,1795906	1,310517
ShR_BoD_i	-2,633244	1,344612	-1,96	0,050	-5,268635	,0021459
_cons	-,6580956	,5917723	-1,11	0,266	-1,817948	,5017567

### Модель доли дивидендов в прибыли

Оценка по всей выборке		Number of obs = 183	
Cross-sectional time-series FGLS regression		Number of groups = 36	
Coefficients: generalized least squares		Obs per group: min = 2	
Panels: heteroskedastic		avg = 5,083	
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.5108)		max = 8	
Estimated covariances = 36		Wald chi2(5) = 183,84	
Estimated autocorrelations = 1		Prob > chi2 = 0,0000	
Estimated coefficients = 7			
Log likelihood = -696,9487			

LnDivperLnNI	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROE	-,2351648	,0419174	-5,61	0,000	-,3173215	-,1530082
Lvg	-,091242	,0118217	-7,72	0,000	-,1144122	-,0680719
stake_mgbod	-,1479362	,0479573	-3,08	0,002	-,2419308	-,0539417
stake_offshr	,1889189	,0439807	4,30	0,000	,1027184	,2751194
stake_forgn	,1834007	,0374064	4,90	0,000	,1100855	,2567159
CGI	,2386325	,0470012	5,08	0,000	,1465118	,3307532
_cons	71,14473	2,908214	24,46	0,000	65,44474	76,84473

## Оценка по подвыборкам

Показатель	Концентрация собственности		Индекс корпоративного управления
	<50%	>50%	>55% <sup>17</sup>
Константа	55,10967 (0,000) <sup>18</sup>	22,23269 (0,000)	69,44934 (0,000)
Коэффициент автокорреляции	0,5480 (---)	0,6647 (---)	0,5369 (---)
ROE	-,7891893 (0,000)	---	-,2174548 (0,000)
Финансовый рычаг	-,0404351 (0,000)	-,0415078 (0,000)	-,0546739 (0,003)
CG Index	,3715716 (0,000)	,3264699 (0,000)	---
<i>Доли собственности:</i>			
Государства	---	,42419 (0,000)	,165077 (0,000)
Менеджмента и СД	---	-,2317932 (0,000)	---
Оффшорных компаний	---	,740072 (0,000)	,4142739 (0,000)
Иностраннных инвесторов	,2438073 (0,000)	,5179461 (0,000)	,2957727 (0,000)

## Модель рыночной дивидендной доходности

$$\frac{\text{DIV sum}}{\text{MV equity}} = \beta' \cdot \frac{\text{NI}}{\text{MV equity}} + \gamma' \cdot \text{other factors}$$

или: Market Dividend Return =  $\beta'$  · Market Return on Equity +  $\gamma'$  · other factors

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.5360)

Estimated covariances =	33	Number of obs =	150
Estimated autocorrelations =	1	Number of groups =	33
Estimated coefficients =	9	Obs per group: min =	2
		avg =	4,545
		max =	8
		Wald chi2(5) =	587,98
Log likelihood = -3,58902		Prob > chi2 =	0,0000

ln_DivperM~r	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
--------------	-------	-----------	---	------	----------------------

<sup>17</sup> Критерий разделения на подгруппы для структуры собственности – контрольный пакет (50%), для индекса корпоративного управления – среднее значение (55%); модель, оцененная по подвыборке с низким значением индекса корпоративного управления, оказывается неадекватной.

<sup>18</sup> В скобках указан уровень значимости.

ln_mROE	,1370064	,0217121	6,31	0,000	,0944516	,1795613
QTob	-,1782467	,0168436	-10,58	0,000	-,2112595	-,1452338
stake_govt	,0043515	,0010676	4,08	0,000	,0022591	,006444
stake_mgbod	-,0072632	,0006842	-10,62	0,000	-,0086042	-,0059222
stake_offshr	,008231	,0019257	4,27	0,000	,0044567	,0120052
stake_forgn	,0112947	,0011243	10,05	0,000	,0090911	,0134982
stake_corp	-,006263	,0030433	-2,06	0,040	-,0122278	-,0002982
BoD_ind	,0081848	,0009995	8,19	0,000	,0062258	,0101439
cons	,574206	,0747572	7,68	0,000	,4276847	,7207273

### Список литературы

1. Критерии, методология, определения РКУ [Электронный ресурс] / Standard & Poor's, 2006. URL: [http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=rku\\_criteria](http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=rku_criteria) (дата обращения 01.07.2009).
2. Abdelsalam, O., El-Masry, A. and Segini, S. (2008), Corporate Governance and Corporate Dividend Policies in Egypt, *Managerial Finance*, 34.
3. Al-Malkawi, H.-A.N. (2007), Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model, *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 23(2) (2007) 44–70.
4. Al-Shattarat, W. (2006), An analysis of the determinants and inter-temporal behaviour of dividend payments in Jordan, *Queen's University Belfast working papers*.
5. Baba, N. (2008), Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 17 (2008) 163–174.
6. Bebczuk, R. (2005), Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina, *Research Network Working paper #R-516*.
7. Bena, J. and Hanousek, J. (2008), Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic, *Czech Journal of Economics and Finance*, 58(3–4) (2008) 106–130.
8. Black, B.S., Jang, H. and Kim, W. (2003), Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, *ECGI Working Paper Series in Finance*.
9. Bradford, W., Chen, C. and Zhu, S. (2005), Ownership Structure, Control Chains, and Cash Dividend Policy: Evidence from China, *Working papers series*.
10. Cook, D.O. and Jeon, J.Q. (2006), Foreign Ownership, Domestic Ownership, and Payout Policy, *Working papers series*.
11. Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. And Wong, A.W.S. (2005), Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (2005) 431–449.
12. Eckbo, B.E. and Verma, S. (1993), Managerial Ownership, Voting Power and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance*, 1 (1993) 33–62.
13. Elston, J.A., Hofler, R. and Lee, J. (2002), Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence using a Propensity Score Estimator, *Max Planck Institute working papers*.
14. Farinha, J. (2005), Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9–10) (2005) 306–386.
15. Fenn, G. and Liang, N. (2001), Corporate payout policy and managerial stock incentives, *Journal of Financial Economics*, 60 (1) (2001) 45–72.
16. Grinstein, Y. and Michaely, R. (2005), Institutional Holdings and Payout Policy, *Journal of Finance*, 60 (2005) 1389–1426.

17. Harada, K. and Nguyen, P. (2006), Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan, Working Paper Series.
18. Jiraporn, P. Ning, Y. (2006), Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance, *Journal of Applied Finance*; 16 (2) (2006) 24–36.
19. Khan, T. (2006), Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data, *The Economic Journal*, 116 (2006) 172–189.
20. Kim, W., Black, B.S. and Jang, H. (2006), Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22 (2).
21. Kowalewski, O., Stetsyuk, I. and Talavera, O. (2008), Does corporate governance determine dividend payouts in Poland? *Post-Communist Economies*, 20 (2) (2008) 203–218.
22. Kouki, M. and Guizani, M. (2009), Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market, *European Journal of Scientific Research*, 25(1) (2009) 42–53.
23. Kumar, J. (2003), Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India, *Indira Gandhi Institute of Development Research working papers*.
24. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2000), Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, 55 (2000) 1–33.
25. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2002), Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance* 57 (2002) 1147–1170.
26. Mancinelli, L. and Ozkan, A. (2006), Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms, *The European Journal of Finance*, 12 (3) (2006) 265–282.
27. Miller, M. and Modigliani, F. (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34 (1961) 411–433.
28. Mitton, T. (2004), Corporate governance and dividend policy in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 5 (2004) 409–426.
29. Renneboog, L. and Trojanowski, G. (2007), Control Structures and Payout Policy, *Managerial Finance*, 33(1) (2007) 43–64.
30. Rozeff, M. (1982), Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research*, 5 (1982) 249–259.
31. Rutherford, A. and Costello, J. (1999), Measuring Corporate Governance Risk in Russia, *Brunswick Warburg working papers*.
32. Sawicki, J. (2009), Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis, *The European Journal of Finance*, 15 (2) (2009) 211–230.
33. Schooley, D. and Barney, L. (1994), Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs, *Journal of Financial Research*, 17 (3) (1994) 363–373.
34. Short, H. Zhang, H. and Keasey, K. (2002), The link between dividend policy and institutional ownership, *Journal of Corporate Finance*, 8 (2002) 105–122.
35. Truong, T. and Heaney, R. (2007), Largest shareholder and dividend policy around the world, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47 (2007) 667–687.
36. Wei, G., Zhang, W. And Xiao, J.Z.Z. (2004), Dividends Policy and Ownership Structure in China, *Cardiff University working papers*.