

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.1.2023.54-63>

JEL classification: G30, G32, G34, G35, G41



Детерминанты дивидендных выплат российских компаний

Светлана ШаповаловаСтарший аналитик, Дирекция стратегии, Альфа-Банк, Москва, Россия, svetlanshaps@gmail.com, [ORCID](#)

Аннотация

Российский фондовый рынок является лидером по дивидендной доходности среди развитых и развивающихся стран. На фоне этого актуальным является исследование детерминантов, которые определяют решения об осуществлении выплат и их объеме. Литература по этой теме на развивающихся рынках в целом и конкретно на российском имеет ряд пробелов и противоречий, которые определяют научную новизну работы – анализ ведется одновременно и в направлении влияния на вероятность выплат, и на дивидендную доходность, изучаются противоречивые детерминанты. Рассматриваются на развивающихся рынках связи дивидендов с возрастом членов Совета директоров (СД) и ставкой НДФЛ на дивиденды, а конкретно на российском – связь с числом членов СД, долей в собственности СЕО и акционеров организаций, стадией жизненного цикла (ЖЦ) организации, дуализмом председателя СД и исполнительного директора. Исследование проводится на выборке из 40 компаний, котирующихся на Московской бирже, данные по которым собраны с 2012 по 2019 г. В качестве метода используются две регрессионные модели – линейная со случайными эффектами и пробит-модель. В результате анализа подтверждено проявление на российском рынке агентского эффекта в значимой положительной зависимости вероятности выплат от дуализма председателя Совета директоров и исполнительного директора, а также доли акций у СЕО, значимой отрицательной связи с числом членов СД и ликвидностью. Агентский и поведенческий эффекты подтверждаются значимой положительной связью вероятности выплат и возраста членов СД и значимой отрицательной связью с доходностью. Влияние клиентских эффектов подтверждено значимой положительной связью доходности со ставкой НДФЛ на дивиденды и вероятности выплат с долей организаций в собственности. Также подтверждено, что зрелые по стадии ЖЦ компании платят дивиденды вероятнее и чаще. В целом отмечается более существенное влияние нефинансовых переменных на вероятность выплат и финансовых на доходность.

Результаты исследования могут быть использованы частными инвесторами, банками, инвестиционными фондами и брокерскими компаниями для формирования ожиданий по дивидендной доходности компаний и вероятности выплат с учетом специфики российского рынка.

Ключевые слова: дивиденды, дивидендная политика, дивидендная доходность, фондовый рынок, агентская теория, поведенческая теория, теория жизненного цикла, клиентская теория, российские рынки, развивающиеся рынки.

Цитирование: Shapovalova S. (2023) Determinants of Dividend Payments of Russian Companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(1): 54-63. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.1.2023.54-63>

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Введение

Дивидендные выплаты компании – один из основных факторов ее привлекательности на фондовом рынке. Прибыль от владения акциями инвесторы получают двумя способами – либо через дивиденды, либо путем прироста стоимости капитала вследствие роста предприятия.

На российском рынке инвесторам в большей мере интересны компании, вложения в которые осуществляются с целью получения дивидендов (*value stock*), чем компании, акции которых торгуются с целью заработка на росте (*growth stock*). Подтверждением этому, а также еще одним фактором, указывающим на привлекательность рассмотрения рынка РФ, является лидерство российских компаний по дивидендной доходности среди развивающихся и развитых рынков.

Анализ детерминантов дивидендных выплат на российском рынке проводится сразу по двум направлениям – влияние на дивидендную доходность и на вероятность осуществления выплат. В исследовании рассматриваются такие детерминанты, как средний возраст членов Совета директоров (СД), ставка НДФЛ на дивидендные выплаты, количество членов СД, доля в собственности СЕО и акционеров-организаций, стадия жизненного цикла (ЖЦ) организации, дуализм председателя СД и исполнительного директора (одновременного исполнения одним и тем же человеком роли председателя СД и исполнительного директора). Объектом исследования являются российские компании, котирующиеся на Московской бирже, а предметом – детерминанты их дивидендных выплат.

В качестве источников данных для проведения исследования использована база данных *Bloomberg*, а также ряд новостных источников («Ведомости», РБК, «Коммерсант») и прочие открытые интернет-ресурсы.

Теоретические аспекты дивидендных выплат

Теории мотивов дивидендных выплат

Исследование тематики мотивов и детерминантов дивидендных выплат компании берет свое начало с 1960-х гг., с

момента появления **теории нерелевантности дивидендов**, родоначальниками которой были Ф. Модильяни и М. Миллер [1]. Главная идея данной теории состоит в том, что на совершенных рынках капитала дивиденды не имеют влияния на оценку стоимости акций компании или ее внутренней стоимости. До появления этой теории большинство полагало, что, чем больше дивидендов компания платит, тем больше и ее стоимость [2]. Однако ключевая предпосылка теории о совершенстве рынка капитала представляется трудновыполнимой. В итоге начали появляться другие теории, описывающие мотивы дивидендных выплат, каждая из которых стремилась к более приближенному к реальному рынку подходу. Рассмотрим теории, которые используются в нашем дальнейшем исследовании.

Агентская теория основывается на предположении о наличии конфликта интересов между акционерами компании и ее менеджментом [3]. Агентские издержки снижают стоимость фирмы, поэтому менеджменту необходимо балансировать свою политику финансирования с целью их минимизации [4].

Теория жизненного цикла (ЖЦ) утверждает, что наиболее склонными к выплате дивидендов являются зрелые по стадии ЖЦ компании с меньшими инвестиционными возможностями. Фирмы, находящиеся на более ранних стадиях ЖЦ, имеют большее число привлекательных инвестиционных возможностей и очень ограниченную величину капитала [5]. Одним из вариантов расчета параметров, которые можно использовать для изучения влияния ЖЦ на дивидендные выплаты, является коэффициент Тобина (*Tobin's Q Ratio*).

Другим вариантом расчета параметров ЖЦ компании для целей изучения его влияния на дивидендные выплаты является подход Виктории Дикинсон [6]. Он заключается в определении стадии ЖЦ на основании характеристик трех денежных потоков компании – операционного, финансового и инвестиционного. В зависимости от положительного или отрицательного знака у каждого из этих трех денежных потоков происходит отнесение компании к одной из четырех стадий ЖЦ (Таблица 1) – «Зарождение» (*introduction*), «Рост» (*growth*), «Зрелость» (*mature*), «Спад» (*decline*) – по уникальным наборам из трех знаков.

Таблица 1. Знаки денежных потоков для определения стадии ЖЦ

Денежный поток	Стадия зарождения	Стадия роста	Стадия зрелости	Стадия спада
Операционный	–	+	+	–
Финансовый	+	+	–	+/-
Инвестиционный	–	–	–	+

Источник: [6].

Клиентская теория мотивов дивидендных выплат указывает на то, что возможная причина выплаты компанией дивидендов – различия в налогообложении между разными группами инвесторов [7–9]. Также примером клиентской теории являются ситуации, когда различаются налогообложение дохода на дивиденды и дохода от прироста капитала [7; 10; 11]. Еще один интересный пример, также относящийся к клиентской теории, – влияние налогообложения личных доходов на дивидендные выплаты. Некоторые исследователи в своих работах подтверждают положитель-

ную взаимосвязь между ростом ставки налога на личные доходы и доходностью по дивидендным выплатам [12; 13]. Все вышеперечисленные теории относятся к классическому блоку теорий. Также в литературе выделяются **поведенческие теории** мотивов дивидендных выплат. Данные теории указывают на наличие связи между поведенческими аспектами менеджмента компании и дивидендной политикой компании, в первую очередь, отношение менеджмента к риску и самоуверенность менеджмента [14–18].

Методология эмпирического анализа детерминантов дивидендных выплат на российском рынке

Формирование гипотез исследования

Исследовательский вопрос данной работы – каковы ключевые детерминанты дивидендной политики российских компаний? Для ответа на него сперва был построен ряд гипотез, структурированный по группам детерминантов, исходя из их принадлежности к той или иной теории мотивов дивидендных выплат.

Группа 1. Детерминанты, вытекающие из исследования агентской теории мотивов дивидендных выплат:

1.1. Дуализм председателя СД и исполнительного директора оказывает статистически значимое положительное влияние на вероятность дивидендных выплат российских компаний и их доходность.

1.2. Вероятность осуществления дивидендных выплат и их доходность у российских компаний находятся в отрицательной зависимости от числа членов СД.

1.3. Доля акций, находящихся в собственности у CEO, положительно влияет на дивидендную доходность и вероятность выплат.

1.4. На российском рынке ликвидность отрицательно влияет на дивидендную доходность.

Группа 2. Детерминант на стыке агентской и поведенческой теорий мотивов дивидендных выплат:

2.1. Средний возраст членов СД положительно влияет на вероятность осуществления дивидендных выплат и их доходность у российских компаний.

Группа 3. Детерминанты, вытекающие из исследования клиентской теории мотивов дивидендных выплат:

3.1. Ставка НДФЛ на дивиденды в России окажет положительное влияние на дивидендную доходность.

3.2. Доля организаций в собственности оказывает положительное влияние на вероятность выплаты дивидендов и их доходность.

Группа 4. Детерминанты, вытекающие из исследования теории ЖЦ организации:

4.1. На российском рынке стадия ЖЦ «Зрелость» положительно влияет на дивидендную доходность и вероятность выплаты дивидендов.

4.2. На российском рынке инвестиционные возможности компании отрицательно влияют на ее дивидендную доходность и вероятность выплат.

Выборка данных

Для анализа были отобраны 40 российских публичных компаний, котирующихся на Московской бирже. Критериев отбора было три: 1) дивидендные выплаты; 2) отрасль; 3) наличие данных. Для того чтобы попасть в выборку, компания должна была выплатить дивиденды хотя бы раз за период исследования. Из списка исключались компании, которые принадлежат таким отраслям, как финансовая и ЖКХ по причине высокой специфичности регулирования их деятельности. По критерию наличия доступной информации также было удалено из выборки несколько компаний, поскольку в базе данных отсутствовало около 70% показателей по ним.

Временной период для исследования выбран в интервале 2012–2019 гг. с целью охватить период экономического кризиса 2014–2015 гг. Данные собраны из открытых источников информации, преимущественно использованы данные *Bloomberg*, аналитических интернет-ресурсов, годовых отчетов анализируемых компаний.

В данной работе для эмпирического исследования используются две зависимые переменные – вероятность дивидендных выплат и дивидендная доходность. **Вероятность выплаты** представлена в виде дамми переменной, где «1» – это выплата дивидендов компанией в конкретном году, «0» – отсутствие выплат. **Дивидендная доходность** (*dividend yield*) рассчитывается как отношение годового выплаченного дивиденда на акцию к стоимости акции компании. Мы используем среднегодовую дивидендную доходность, поскольку все остальные показатели рассчитываются по году.

Независимые (объясняющие) переменные, анализируемые в эмпирических моделях, делятся на финансовые и нефинансовые.

Финансовые переменные, используемые в исследовании, включают: финансовый рычаг (отношение долга к собственному капиталу); рыночную капитализацию (совокупная стоимость акций компании, выпущенных в обращение); рентабельность активов (отношение чистой прибыли к совокупным активам на балансе); отношение капитальных инвестиций к операционному потоку компании (данная переменная берется в относительном выражении с целью сглаживания значительных различий компаний по их размеру); коэффициент текущей ликвидности (отношение текущих активов к текущим обязательствам); коэффициент Тобина (отношение рыночной стоимости компании в виде капитализации к восстановительной стоимости ее активов, или, другими словами, внутренней стоимости компании); стадия ЖЦ (показатель является дамми переменной, где «1» означает, что компания находится на стадии ЖЦ «Зрелость», а «0» – на другой стадии).

С целью учета в моделях того факта, что решение о выплате дивидендов компанией принимается на основе отчетности последнего полного отчетного года, некоторые финансовые переменные были добавлены в спецификации с лагом в один год назад. В эту категорию вошли переменные финансового рычага, ликвидности и рентабельности активов.

Нефинансовые переменные, используемые в исследовании, включают:

средний возраст членов СД; долю акций компании, находящихся во владении у CEO; отрасль (металлургия, нефтегазовая промышленность; показатели добавляются в модель в виде дамми переменных, где «1» означает принадлежность компании к данной отрасли, а «0» – то, что компания не входит в нее); дуализм председателя СД и исполнительного директора (данный параметр представляет собой дамми переменную, где «1» означает, что является, а «0» – что не является); число членов СД; доля организаций в собственности; доля акций в свободном обращении.

Из нефинансовых параметров в эмпирических моделях также анализируются следующие макроэкономические показатели: ставка налога на доходы физических лиц (НДФЛ) по дивидендам в виде дамми переменной, где «1» – ставка 13%, а «0» – ставка 9% (ставка была увеличена в 2015 г.); отношение совокупной рыночной капитализации всех компаний РФ к ее ВВП, или индикатор Баффета;

временные факторы в виде дамми переменных каждого года для учета в исследовании эффектов различных циклов деловой активности (например, дамми переменная 2014 г. принимает значение «1», если данные относятся к 2014 г., и «0», если не относятся).

Описание эконометрических моделей

Для определения методологии исследования зависимости вероятности дивидендных выплат и дивидендной доходности от отобранных для анализа детерминантов необходимо обратить внимание на характеристики данных. В нашем случае данные являются панельными, поскольку показатели собраны по нескольким временным периодам (годам).

Необходимо также учесть тип зависимой переменной в модели. В случае, когда мы анализируем зависимость дивидендной доходности от ряда детерминантов, как правило, используется линейная модель. Эта регрессия будет построена в трех вариациях – сквозная (*pooled*), модель с фиксированными эффектами (*fixed effects*) и модель со случайными эффектами (*random effects*).

Затем с помощью ряда тестов будет выбрана наиболее подходящая для наших данных модель. Для выбора между регрессиями с фиксированными и случайными эффектами используется тест Хаусмана, между сквозной регрессией и моделью с фиксированными эффектами – тест Вальда, а для проверки наличия случайных эффектов и выбора между сквозной регрессией и моделью со случайными эффектами применяется тест Бройша – Пагана.

Уравнение линейной регрессионной модели, которая используется в данном исследовании для изучения влияния ряда финансовых и нефинансовых детерминантов на дивидендную доходность, построено с помощью первичного тестирования спецификаций на выявление наилучшего набора параметров с точки зрения объясняющей силы регрессии и выглядит следующим образом:

$$Dividend Yield_t = \alpha_0 + \alpha_1 Board Average Age_t + \alpha_2 Metals and Mining_t + \alpha_3 Oil and Gas_t + \alpha_4 Dividend Tax_t + \alpha_5 Executive Chairman_t + \alpha_6 Debt to Equity_{t-1} + \alpha_7 QTobin_t + \alpha_8 ROA_{t-1} + \alpha_9 Year14_t + \alpha_{10} Year15_t + \alpha_{11} \log(Market Cap)_t + \alpha_{12} CAPEX to CFO_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

В качестве *независимых переменных* в данной модели выступают: средний возраст СД (*board average age*); дамми-ставки НДФЛ на дивидендные выплаты (*dividend tax*); дамми-показатель дуализма председателя СД и исполнительного директора (*executive chairman*); коэффициент Тобина (*Q Tobin*).

Контрольными переменными в данной регрессионной модели будут выступать следующие показатели: финансовый рычаг с лагом год-1 (*debt to equity previous*); рентабельность активов с лагом год-1 (*ROA previous*); годы экономического кризиса (*year14, year15*); логарифм рыночной капитализации ($\log(\text{market cap})$); отношение капитальных инвестиций к операционному денежному потоку (*CAPEX to CFO*); дамми-показатель металлургической отрасли (*metals and mining*) и нефтегазовой отрасли (*oil and gas*).

Вторая зависимая переменная, которая изучается в данном исследовании, – *вероятность осуществления дивидендных выплат*. Этот параметр для целей эконометрического анализа выражается в виде дамми-переменной, где «1» – дивиденды выплачивались компанией и «0» – дивидендов в

этом году не было. В тех случаях, когда в качестве зависимой выступает дамми переменная, применяются *модели бинарного выбора*. Такие регрессии бывают двух типов – логистическая и пробит. Эти два вида не обладают существенными различиями и, как правило, строятся с целью выбора более подходящей по описательной способности с помощью критерия Акаике и значения псевдо- R^2 .

Путем первичного тестирования спецификаций для дальнейшего исследования зависимости вероятности осуществления дивидендных выплат от ряда финансовых и нефинансовых детерминантов было построено следующее уравнение регрессионной модели бинарного выбора:

$$Probability\ of\ dividend\ payment_t = \alpha_0 + \alpha_1 Board Average Age_t + \alpha_2 Metals\ and\ Mining_t + \alpha_3 Executive Chairman_t + \alpha_4 Debt\ to\ Equity_{t-1} + \alpha_5 Maturity_t + \alpha_6 Percent\ of\ Shares\ Held\ by\ Insitutions_t + \alpha_8 Board\ Size_t + \alpha_9 ROA_{t-1} + \alpha_{10} Current\ Ratio_{t-1} + \alpha_{11} RU\ Market\ Cap\ to\ GDP_t + \alpha_{12} Percent\ of\ Shares\ Held\ by\ CEO_t + \alpha_{13} \log(Free\ Float\ Share)_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

В данной модели будут анализироваться следующие детерминанты в качестве независимых переменных: средний возраст члена СД (*board average age*); дамми-показатель дуализма председателя СД и исполнительного директора (*executive chairman*); дамми-показатель стадии ЖЦ «Зрелость» (*maturity*); число членов СД (*board size*); доля организаций в собственности (*percent of shares held by insitutions*); доля акций в собственности у CEO (*percent of shares held by CEO*).

В качестве контрольных переменных в регрессионной модели используются следующие показатели: финансовый рычаг с лагом год – 1 (*debt to equity previous*); рентабельность активов с лагом год – 1 (*ROA previous*); дамми-показатель металлургической отрасли (*metals and mining*); коэффициент текущей ликвидности с лагом год – 1 (*current ratio previous*); отношение совокупной рыночной капитализации РФ к ВВП страны (*RU market cap to GDP*); доля акций в свободном обращении (*free float*).

Результаты эмпирического исследования

Диагностика и интерпретация результатов линейной регрессии со случайными эффектами

С целью выбора наилучшей по описательной способности линейной регрессии панельных данных было построено три типа такой модели: сквозная регрессия, модели с фиксированными и случайными эффектами. Затем были проведены необходимые эконометрические тесты для отбора лучшей модели.

Для сравнения сквозной регрессии и модели со случайными эффектами проведен тест Бройша – Пагана на наличие случайных эффектов. В результате теста *P-value* статистики Бройша – Пагана оказалась статистически значимой, что указывает на наличие случайных эффектов в тестируемых данных и означает, что в этом случае корректно выбрать модель со случайными эффектами.

Сравнение сквозной регрессии и модели с фиксированными эффектами с помощью теста Вальда указало на возможность использования для исследования модели с фиксированными эффектами и ее превосходство над простой регрессией (достигнута значимость *F*-статистики по показателю *P-value*).

Для сравнения между собой моделей с фиксированными и случайными эффектами был проведен тест Хаусмана. В ре-

зультате диагностики выявлена незначимость статистики Хаусмана по показателю *P-value*. Таким образом, необходимо предпочесть для анализа модель со случайными эффектами.

В соответствии с результатом проведенных тестов на сопоставление типов моделей построена панельная регрессия со случайными эффектами. Получившаяся модель прошла диагностику на мультиколлинеарность – в соответствии с полученными значениями *VIF* (все показатели менее 5) можно сделать вывод об отсутствии в ней проблемы мультиколлинеарности и достаточной устойчивости оценок параметров. Статистика Вальда полученной регрессии указывает на значимость регрессии в целом – данный показатель достаточно высок (*Wald chi2* = 222).

Для эффективной и быстрой борьбы с выбросами при построении регрессионной модели со случайными эффектами также было решено использовать метод робастных эstimаторов. Поскольку тест Хаусмана не подходит для робастных типов моделей, была повторно проведена аналогичная по своей природе диагностика, применяемая уже для регрессий с робастными эstimаторами – тест Саргана–Хансена, который показал результат, практически аналогичный результату теста Хаусмана на модели без робастности, и также подтвердил необходимость использования модели со случайными эффектами.

Перейдем к интерпретации результатов полученной линейной регрессионной модели со случайными эффектами (Таблица 2).

Таблица 2. Результаты регрессии со случайными эффектами

Переменная	Знак	Коэффициент	<i>P-value</i>
Board average age	–	–0.16*	0.067
Dividend tax	+	3.45***	0.000
Executive chairman	+	0.74	0.341
Q Tobin	–	–1.68**	0.030
Debt to equity previous	–	–0.06**	0.050
ROA previous	+	0.11***	0.006
Log (<i>Market Cap</i>)	+	0.68	0.111
Oil and gas	–	–2.10*	0.098
Metals and mining	+	2.91***	0.008
CAPEX to CFO	–	–0.46**	0.029
Year14	+	3.01***	0.000
Year15	–	–1.28**	0.022
Wald chi2		222.13	

p-value: *** – 1%; ** – 5%; * – 10%.

Статистически значимой и положительно влияющей на дивидендную доходность переменной оказалась ставка налога на дивидендный доход физических лиц. Данный вывод коррелирует с результатами предыдущих исследований на развитых рынках – при повышении ставки НДС на дивиденды, согласно агентской теории, компании будут более склонны повысить дивидендную доходность с целью удовлетворения повысившихся вследствие этого требований инвесторов по доходности [12; 13].

Среди контрольных переменных ожидаемое и коррелирующее с научной литературой положительное влияние оказали показатели «Металлургическая отрасль», «Рентабельность активов» и «Дамми 2014 г.». Показатель «Металлургическая отрасль» в целом по выборке используемых данных имеет более высокую дивидендную доходность, чем средняя по всем отраслям. Поводом для дискуссии может быть эффект, который дал временной период – 2014 г., который ознаменовал начало экономического кризиса 2014–2015 гг., что должно было вероятно отрицательно

сказаться на дивидендах. Однако потенциальным объяснением положительного влияния может быть тот факт, что решение о размере дивидендных выплат принимается компаниями на основании финансовой отчетности за последний отчетный год – в 2013 г. экономика России находилась на пике по росту ВВП.

Статистически значимыми и отрицательно влияющими на дивидендную доходность переменными оказались «средний возраст членов СД» и «инвестиционные возможности» (*Q Tobin*). Результат по переменной «Инвестиционные возможности» компании коррелирует с более ранними исследованиями на развитых и развивающихся рынках в контексте отрицательной зависимости. Такой вывод объясняется тем, что при больших инвестиционных возможностях компании склонны направлять больший денежный поток в их сторону, чем на дивидендные выплаты [19; 20].

Зависимость дивидендной доходности от переменной среднего возраста членов СД ранее не изучалась, но нами была выявлена положительная связь между вероятно-

стью выплат и возрастом членов СД на развитом рынке, объясняемая большей консервативностью более старших членов СД, которые склонны настаивать на осуществлении выплат, а не вложении полного денежного потока в рискованные проекты [21]. *Отрицательная зависимость дивидендной доходности* от данного параметра может объясняться также консервативностью более старших членов СД и с точки зрения объема выплат. *Контрольными переменными*, показавшими отрицательную связь, являются «отношение капитальных инвестиций к операционному потоку», «2015 год», «Финансовый рычаг» и «Нефтегазовая отрасль». Данные результаты коррелируют с ожиданиями и выводами предыдущих исследований. Отрицательная зависимость дивидендной доходности от переменной «Нефтегазовая отрасль» может быть обоснована в среднем меньшей дивидендной доходностью компаний этой отрасли по сравнению с остальными в выборке предприятий, отобранных для анализа (в нефтегазовой отрасли средняя доходность в 2012–2019 гг. составила 4.1%, по всем отраслям – 5.3%). Переменная «Дуализм председателя СД и исполнительного директора» (*executive chairman*) оказалась незначимой в модели дивидендной доходности.

Диагностика и интерпретация результатов модели бинарного выбора

Модель бинарного выбора была построена в двух возможных вариантах – в виде логистической регрессии и пробит-регрессии. По критерию Акаике модели отличаются незначительно, поэтому для последующего анализа данных выбрана регрессия пробит, которая имеет чуть большее значение псевдо- R^2 , чем логистическая модель.

Полученная модель была продиагностирована на валидность с помощью ряда специальных тестов. Для начала была проверена объясняющая сила модели по псевдо- R^2 . Приемлемые значения этого показателя находятся в интервале 0.3–0.4 [22]. У нашей пробит-регрессии значение равно 0.41, что говорит о ее хорошей объясняющей силе.

Таблица 3. Результаты модели бинарного выбора – пробит

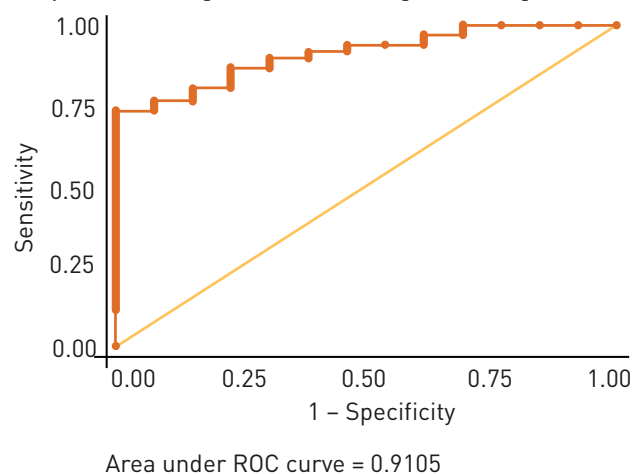
Переменная	Знак	Коэффициент	P-value
Shares CEO holds, %	+	5.82*	0.096
Board average age	+	0.15**	0.035
Executive chairman	+	1.11*	0.087
Organizations – owners, %	+	0.02**	0.037
Debt to equity previous	-	-0.05***	0.002
ROA previous	+	0.05**	0.031
Current ratio previous	-	-0.69**	0.029
Metals and mining	+	2.64***	0.000
Maturity	+	1.27**	0.021
Russian market cap to GDP	-	-0.04**	0.011
Board size	-	-0.25***	0.008
Pseudo R2		0.3958	

p-value: *** – 1%; ** – 5%; * – 10%.

Далее мы проверили модель с помощью тестовой статистики Хосмера – Лемешова. В результате проведенной диагностики статистика Хосмера – Лемешова оказалась достаточно большой по *P-value* (0.99), в связи с чем мы можем утверждать о корректности выбора именно этого типа модели для имеющихся данных.

Последней стадией диагностики получившейся модели бинарного выбора является анализ ROC-кривой на определение чувствительности регрессии. В результате построения ROC-кривой (Рисунок 1) получена площадь под ней в размере 91%, что говорит об отличной степени чувствительности модели (интервал 90–100%) [23].

Рисунок 1. ROC-кривая модели бинарного выбора



Источник: рассчитано автором.

При построении данной модели для улучшения ее объясняющей способности также был использован метод кластеризации – в нашем случае кластерами послужили компании. При сопоставлении моделей с кластеризацией и без нее был сделан вывод о более высоком качестве логистической регрессии с кластерами.

Перейдем к интерпретации результатов полученной модели (Таблица 3).

Статистически значимыми и положительно влияющими на решение о дивидендных выплатах из исследуемых независимых переменных являются средний возраст членов СД, дуализм председателя СД и исполнительного директора, доля СЕО и организаций – акционеров в собственности и стадия ЖЦ «Зрелость».

Положительное влияние *среднего возраста членов СД* соотносится с результатом анализа в работах по развитых рынкам и обосновывается консервативностью более старших директоров, из-за чего они склонны настаивать на выплате дивидендов вместо вложения всего денежного потока в рискованные инвестиции [21]. На развивающихся рынках ранее этот детерминант не исследовался по воздействию на вероятность выплат.

Результат по переменной «*Дуализм председателя СД и исполнительного директора*» коррелирует с большей частью предыдущих научных работ по наличию положительной связи дуализма СЕО с дивидендными выплатами при различных способах их измерения [24; 25]. Поскольку нами не были найдены работы, в которых изучался бы толь-в-точь такой же детерминант, изначально была сделана предпосылка о вероятной схожей связи этих параметров с дивидендами. Положительная зависимость может быть обоснована снижением эффективности мониторинговой функции СД, что, в свою очередь, увеличивает агентские издержки. Поэтому для повышения эффективности мониторинга и ограничения доступного им денежного потока инвесторы компании склонны требовать от нее осуществления дивидендных выплат [25].

Результат, полученный по переменной стадии ЖЦ «*Зрелость*», также является сопоставимым с более ранними исследованиями детерминантов дивидендных выплат. Положительная зависимость объясняется тем, что зрелые предприятия имеют меньше инвестиционных возможностей для вложения денежного потока и более склонны к осуществлению дивидендных выплат [5; 26; 27].

Положительная связь вероятности дивидендных выплат с таким детерминантом как «*Доля акций в собственности СЕО*» больше соотносится с выводами, полученными на развивающихся рынках. Такой результат объясняется тем, что генеральный директор, будучи акционером своей компании, несет финансовые риски, за которые он хотел бы получить дополнительную компенсацию в виде дивидендных выплат [28].

Определена также положительная зависимость вероятности выплат от детерминанта «*Доля организаций в собственности*». Это явление объясняется эффектом агентской теории – в выборке компаний, используемых для данного анализа, фирмы со значительной долей корпоративных собственников подходят под критерий нулевой ставки налога на доход с дивидендов. Такие компании будут стремиться удовлетворять потребность своих акционеров с особым режимом налогообложения в дивидендах и выплачивать их [7; 8].

Положительную зависимость показали контрольные переменные «*Рентабельность активов*» и «*Металлургическая отрасль*». Это соотносится с выводами предыдущих исследований и ожиданиями в целом. В выборке данных, используемых для анализа, компании металлургической отрасли платили дивиденды практически по всех периодах. *Статистически значимой переменной, отрицательно влияющей на решение о выплате дивидендов, оказался коэффициент текущей ликвидности.* Это соотносится с

результатами части исследований, особенно на развивающихся рынках капитала [29; 30]. Среди причин выделяют стремление более ликвидных компаний к использованию долгового финансирования в качестве инструмента смягчения агентского конфликта, а также обосновывают в целом более консервативной политикой таких фирм в сфере распределения или удержания денежного потока, что может быть связано с более высоким уровнем долга.

Отрицательная зависимость вероятности дивидендных выплат выявлена от переменной «*Число членов СД*». Данный вывод коррелирует с результатами части предыдущих исследований, преимущественно на развивающихся рынках капитала, и объясняется тем, что при большем количестве людей в СД возрастает вероятность возникновения проблем с коммуникацией и усиления конфликта интересов, что повлечет за собой увеличение агентских издержек и снижение дивидендных выплат [31].

Вывод по отрицательной зависимости вероятности выплат от контрольной переменной «*Финансовый рычаг*» соотносится с результатами, полученными другими исследователями ранее. При повышении данного показателя увеличивается долговая нагрузка компании и, как следствие, риск, что заставляет ее удерживать денежный поток и не направлять его на дивиденды с целью сохранения своей финансовой устойчивости. Также отрицательная связь с контрольной переменной «*Индикатор Баффета*» соотносится с логикой этого показателя и более ранними исследованиями – чем он выше, тем более переоцененным является фондовый рынок и, как следствие, потребности компаний подавать сигнал в виде дивидендов.

Сравнение результатов и выводы из эмпирического анализа

Подводя итоги проведенного эмпирического анализа на двух статистически значимых регрессионных моделях – линейной со случайными эффектами и пробит-регрессии, были сделаны общие выводы с точки зрения подтверждения поставленных гипотез, которые структурированы по ключевым изучаемым в работе теориям мотивов дивидендных выплат и объединены в группы.

Группа 1. Детерминанты, вытекающие из исследования агентской теории мотивов дивидендных выплат:

1.1. Гипотеза о положительном влиянии переменной *дуализма председателя СД и исполнительного директора* подтверждается частично. Выявлена статистически значимая положительная связь с вероятностью выплат, не достигнута значимость в модели доходности. Можно сделать вывод, что на российском рынке действует агентский эффект от такого дуализма.

1.2. Гипотеза об отрицательной зависимости дивидендных выплат от *числа членов СД* подтверждается частично. Получено статистически значимое отрицательное влияние на вероятность выплат, связь с доходностью незначима.

1.3. Гипотеза о положительном влиянии *доли акций компании в собственности у ее СЕО* подтверждается частично. Выявлена статистически значимая положительная связь с вероятностью выплат, не значима связь с доходностью.

1.4. Гипотеза об отрицательной связи *ликвидности* и дивидендных выплат подтверждается частично. Выявлена статистически значимая отрицательная связь между вероятностью выплат и коэффициентом текущей ликвидности, по доходности детерминант не показал значимость.

Группа 2. Детерминант на стыке агентской и поведенческой теорий мотивов дивидендных выплат:

2.1. Гипотеза о положительном влиянии *среднего возраста членов СД* частично подтверждается и частично отвергается. Доказано положительное влияние данного детерминанта на вероятность осуществления выплат и выявлена отрицательная связь с дивидендной доходностью.

Группа 3. Детерминанты, вытекающие из исследования клиентской теории мотивов дивидендных выплат:

3.1. Гипотеза о положительной связи дивидендной доходности и *ставки НДФЛ на дивиденды* подтверждается. В результате построенной модели дивидендной доходности выявлена сильная статистически значимая положительная зависимость от данного детерминанта. Из этого следует вывод о значительном клиентском эффекте, определяющим дивидендную доходность российских фирм.

3.2. Гипотеза о положительной связи дивидендов с *долей организаций в собственности* подтверждается частично. Выявлена статистически значимая положительная связь с вероятностью выплат, не выявлена значимая связь с доходностью.

Группа 4. Детерминанты, вытекающие из исследования теории ЖЦ организации:

4.1–4.2. Гипотезы подтверждаются. В рамках этой теории исследовались два детерминанта – *стадия ЖЦ «Зрелость»* по методике Виктории Дикинсон, а также коэффициент Тобина. Оба параметра показали одинаковый уровень влияния на выплаты – фирмы с меньшими инвестиционными возможностями (стадия «Зрелость») более склонны направлять денежный поток на дивиденды, и наоборот. Однако значимость переменных различалась между моделями. В регрессии дивидендной доходности значим коэффициент Тобина, а в модели вероятности выплат – стадия «Зрелость», определенная по методике Виктории Дикинсон. Результаты коррелируют с предыдущими исследованиями на обоих рынках.

Подводя общий итог, можно сказать о подтверждении наличия на российском рынке эффектов агентской, клиентской и теории ЖЦ организации. Также из получившихся спецификаций двух моделей прослеживается влияние на дивидендную доходность в большей мере детерминантов финансовой природы, а на вероятность выплат – детерминантов нефинансовых.

Заключение

Российский фондовый рынок является лидером по дивидендной доходности среди развивающихся стран. По этой причине, а также вследствие рискованности развивающихся рынков в целом для инвесторов в российские компании особенно важен аспект дивидендных выплат и доходности. Чтобы понимать природу дивидендной политики российских фирм и иметь возможность грамотно выстроить инвестиционный портфель с учетом дивидендов, необходимо понимать, какие детерминанты определяют ее и в каком направлении.

Исследование детерминантов дивидендных выплат опирается на теории мотивов дивидендных выплат – классические (агентская, клиентская, сигнальная, ЖЦ) и поведенческие. На основе анализа теоретической базы были сформулированы гипотезы исследования, сгруппирован-

ные по ключевым теориям мотивов дивидендных выплат.

Затем приводится методология эмпирических моделей для изучения детерминантов дивидендных выплат на российском рынке. В работе используется два вида регрессий – линейная со случайными эффектами и модель бинарного выбора пробит.

В результате эмпирического анализа все гипотезы подтверждаются либо полностью, либо частично по вероятности выплат или по дивидендной доходности.

Наличие агентского эффекта в решениях российских компаний об осуществлении дивидендных выплат подтверждается значимой положительной зависимостью от показателей дуализма председателя СД и исполнительного директора и доли акций у СЕО, а также значимой отрицательной связью с показателями числа членов СД и ликвидности компании, что коррелирует с выводами предыдущих исследований на развивающихся рынках.

Присутствие одновременно и агентского, и поведенческого эффектов подтверждается положительной зависимостью вероятности выплат от среднего возраста членов СД и отрицательной зависимостью дивидендной доходности от этого детерминанта в российских компаниях.

Влияние клиентских эффектов на российском рынке подтверждено статистически значимой положительной связью со ставкой НДФЛ на дивиденды и долей организаций в структуре собственности фирмы.

Наконец, теория ЖЦ организации также находит подтверждение в полученной на выборке российских компаний значимой положительной связи между вероятностью выплат и стадией «Зрелость» и значимой отрицательной связью с инвестиционными возможностями, определенными коэффициентом Тобина.

В целом в результате исследования удалось подтвердить наличие на российском рынке эффектов, связанных с теориями агентской, клиентской, поведенческой и ЖЦ организации. Отмечается также существенное влияние нефинансовых переменных на вероятность дивидендных выплат и большее влияние финансовых показателей на доходность. Большинство выводов по детерминантам, изученным в работах на развивающихся рынках и охваченным в этом исследовании, находят подтверждение на российском рынке.

Список литературы

1. Miller M.H., Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*. 1961;34(4):411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
2. Al-Malkawi H.A.N., Rafferty M., Pillai R. Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*. 2010;(9):171-200.
3. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976;3(4):305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
4. Crutchley C.E., Hansen R.S. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*. 1989;18(4):36-46. <https://doi.org/10.2307/3665795>

5. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*. 2006;81(2):227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
6. Dickinson V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*. 2011;86(6):1969-1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
7. Allen F., Bernardo A.E., Welch I. A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*. 2000;55(6):2499-2536. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00298>
8. Grinstein Y., Michaely R. Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*. 2005;60(3):1389-1426. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00765.x>
9. Hotchkiss E.S., Lawrence S. Empirical evidence on the existence of dividend clienteles. *SSRN Electronic Journal*. 2007. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1001429>
10. Litzenger R.H., Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*. 1979;7(2):163-195. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6)
11. Alzahrani M., Lasfer M. Investor protection, taxation, and dividends. *Journal of Corporate Finance*. 2012;18(4):745-762. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.06.003>
12. Sialm C. Investment taxes and equity returns. NBER Working Paper. 2006;(12146). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12146/w12146.pdf
13. Miller M.H., Scholes M.S. Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*. 1982;90(6):1118-1141. <https://doi.org/10.1086/261114>
14. Caliskan D., Doukas J.A. CEO risk preferences and dividend policy decisions. *Journal of Corporate Finance*. 2015;35:18-42. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.007>
15. Breuer W., Rieger M.O., Soypak K.C. The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance*. 2014;42:247-265. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.001>
16. Deshmukh S., Goel A.M., Howe K.M. CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*. 2013;22(3):440-463. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2013.02.003>
17. Cordeiro L. Managerial overconfidence and dividend policy. *SSRN Electronic Journal*. 2009. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1343805>
18. Anilov A. Managerial compensation, overconfidence and payout policy. Cand. econ. sci. diss. Moscow: NRU HSE; 2020. 203 p. URL: https://www.hse.ru/data/xf/669/989/1604/1%D0%90%D0%BD%D0%B8%D0%BB%D0%BE%D0%B2_%D0%B4%D0%B8%D1%81%D1%81%D0%B5%D1%80%D1%82%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F.pdf (In Russ.).
19. Lang L.H.P., Litzenger R.H. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics*. 1989;24(1):181-191. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90077-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90077-9)
20. Abor J., Bokpin G.A. Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy. *Studies in Economics and Finance*. 2010;27(3):180-194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
21. Thompson E.K., Adasi Manu S. The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance*. 2021;21(5):737-753. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>
22. Louviere J.J., Hensher D.A., Swait J.D. Stated choice methods: Analysis and applications. Cambridge: Cambridge University Press; 2000. 420 p.
23. Logistic regression and ROC analysis – mathematical apparatus. Loginom. Jan. 20, 2020. URL: <https://loginom.ru/blog/logistic-regression-roc-auc> (In Russ.).
24. Gill A.S., Obradovich J.D. Corporate governance, institutional ownership, and the decision to pay the amount of dividends: Evidence from USA. *International Research Journal of Finance and Economics*. 2012;(97):60-71. URL: https://digitalcommons.liberty.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1024&context=busi_fac_pubs
25. Mehdi M., Sahut J.-M., Teulon F. Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*. 2017;18(3):274-297. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
26. Fama E.F., French K.R. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*. 2001;60(1):3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
27. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*. 2002;75(3):387-424. <https://doi.org/10.1086/339889>
28. Vo D.H., Nguyen V.T.Y. Managerial ownership, leverage and dividend policies: Empirical evidence from Vietnam's listed firms. *International Journal of Economics and Finance*. 2014;6(5):274-284. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n5p274>
29. Odawo C., Ntoiti J. Determinants of dividend payout policy in public ltd banks in Kenya: A case study of CFC Stanbic bank. *The Strategic Journal of Business & Change Management*. 2015;2(2):182-191.
30. Zulkifli Z., Endri E., Kurniasih A. Determinan Internal Dividend Payout Ratio Perusahaan Farmasi Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 2017;21(2):238-252. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i2.311>

31. Sanan N.K. Impact of board characteristics on firm dividends: Evidence from India. *Corporate Governance*. 2019;19(6):1204-1215. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2018-0383>

Статья была представлена 25.12.2022; одобрена после рецензирования 23.01.2023; принята для публикации 10.02.2023.