

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.114-131>

JEL classification: G30, G32



# Дивидендная политика российских компаний: эффект Cancel Culture

**Максим Белоус**старший аудитор, Сбербанк, Москва, Россия,  
maks.belous.01@mail.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

Статья посвящена дивидендной политике российских компаний в условиях санкционного давления, осуществляемого США и странами ЕС и особенно усилившегося в 2022 г. в связи с изменившейся геополитической обстановкой в мире. Против России была применена культура отмены (Cancel Culture), что осложнило финансовую, инвестиционную и операционную деятельность отечественных компаний.

В статье анализируется выборка из 73 российских компаний, котирующихся на бирже и не входящих в банковский сектор, и 317 наблюдений за 2017–2022 гг. Рассматривается влияние санкций против компаний, совета директоров и генеральных директоров на их дивидендную политику.

В качестве модели была использована логистическая регрессия, чтобы определить вероятность воздействия изменения исследуемых переменных на решение о выплате дивидендов. Выборка разделена на две части: 2017–2020 гг. и 2021 г. и показано поведение компаний в период относительно стабильной политической обстановки в мире и во время ее обострения.

Проведенное исследование показало, что санкции против совета директоров и прямые ограничения деятельности компании оказывают отрицательное воздействие на вероятность дивидендных выплат, санкции против генерального директора в период обострения политических рисков оказывают положительное воздействие. Эффект Cancel Culture – отказ США и ЕС от сотрудничества с Россией и наложение санкций против нее, оказал существенный негативный эффект на дивидендные выплаты российских компаний.

**Ключевые слова:** дивидендная политика, Cancel Culture, санкции, генеральный директор, совет директоров**Цитирование:** Belous M. (2023) Dividend Policy of Russian Companies: Cancel Culture Effect. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 114-131. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.114-131>

## Введение

В 2022 г. российская экономика столкнулась с рядом трудностей и повышенной неопределенностью из-за введения против нее колоссального числа санкций со стороны стран Запада. Ограничения довольно сильно изменили конъюнктуру российского рынка [1], из-за чего многим компаниям пришлось принимать оперативные меры для адаптации к текущим реалиям. Такие быстрые изменения повлияли на их корпоративные решения, поскольку санкции воздействуют на финансовую, инвестиционную и операционную деятельность компаний.

До 2022 г. российский фондовый рынок активно развивался, росло внимание инвесторов к российскому фондовому рынку. Для большинства российских компаний были характерны высокие дивидендные выплаты относительно мировых показателей. Однако после начала специальной военной операции беспрецедентно усилилось санкционное давление на Россию со стороны западных стран, и многие компании приняли решение об отмене выплат дивидендов. По отношению к нашей стране была применена Cancel Culture, или культура отмены, как способ привлечь отдельных лиц, организации или целые страны к ответственности за свои неправомерные действия.

Все это делает актуальным исследование дивидендной политики российских компаний в современных условиях. Важно понимать, как компании сейчас принимают корпоративные решения. Следует рассмотреть факторы, влияющие на цену акций, в России.

В статье анализируются данные за 2017–2022 гг. по 73 российским компаниям, котирующимся на бирже и не входящим в банковский сектор, и 317 наблюдениям. Предпринята попытка определить, как санкции против компаний,

советов директоров и генеральных директоров влияют на их дивидендную политику.

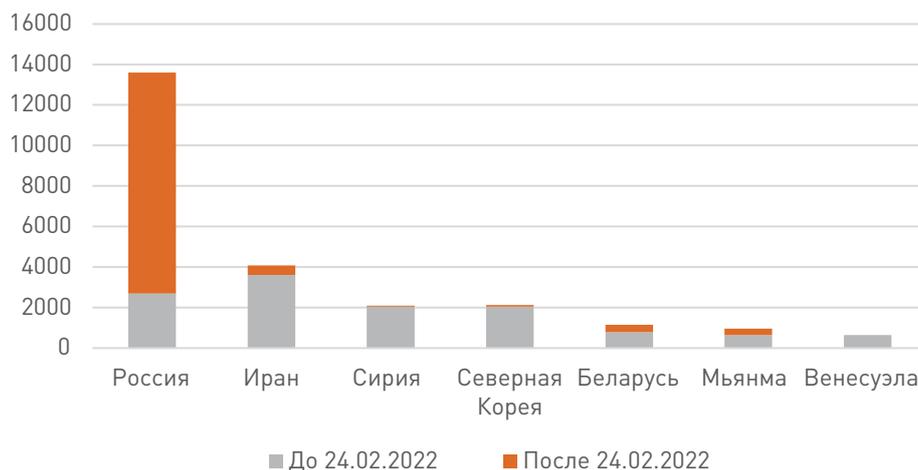
В качестве модели была использована логистическая регрессия для определения того, с какой вероятностью изменение исследуемых переменных влияет на решение о выплате дивидендов. Выборка разделена на две части: 2017–2020 гг. и 2021 г., чтобы определить, как ведут себя компании в период относительно стабильной политической обстановки в мире и во время ее обострения.

## Обзор понятия Cancel Culture в контексте России

Cancel Culture, или культура отмены [2], – термин, используемый для описания практики публичного осуждения отдельных лиц или организаций за их предполагаемое оскорбительное поведение или убеждения. Сторонники культуры отмены утверждают, что это эффективный способ, позволяющий привлечь отдельных лиц, организации или целые страны к ответственности за свои действия и восстановить социальную справедливость.

В 2022 г. данный подход был применен в отношении России [3]. Западные страны ввели огромное количество экономических и политических санкций, под которые попали отечественные компании, их владельцы, руководители и активы. Они вводились с известной регулярностью и до 2022 г., однако не в таком масштабе. По данным открытых источников, бывший лидер по этому показателю Иран с 1979 г. получил около 4080 санкций. Против России с 22.02.2022 было введено более 13 тыс. санкций (Рисунок 1), что, несомненно, сказалось на ее макроэкономических показателях и операционной деятельности отечественных компаний. Наибольшее количество ограничений было введено со стороны США.

**Рисунок 1.** Количество введенных санкций в отношении разных стран



Источник: [4].

Американские санкции делятся на прямые, предназначенные для ограничения взаимодействия с физическими и юридическими лицами из списка SDN<sup>1</sup>, или на секторальные, направленные на затруднение работы значимо важных отраслей страны [5]. Ограничения предусматривают заморозку активов, запрет на какое-либо взаимодействие с подсанкционным лицом. Компании из списка SDN стал-

киваются с рядом проблем. Во-первых, ограничиваются рынки сбыта, поскольку американские контрагенты боятся юридической ответственности за совершение операций с подсанкционным лицом, а лица, не находящиеся в законодательном поле США, боятся попасть под вторичные санкции или не хотят брать на себя репутационные риски. Компании также сталкиваются с проблемами доступа на

<sup>1</sup> Список особо обозначенных граждан и заблокированных лиц – санкционная мера правительства США.

рынки капитала. Им становится тяжелее найти внешнее финансирование и привлечь инвестиции для будущих проектов, что негативно сказывается на их масштабировании. Важно отметить, что санкции распространяются не только на лицо, попавшее в список SDN, но и на все его подконтрольные компании, если его доля в структуре собственности превышает 50% [6]. Евросоюз проводит аналогичную санкционную политику.

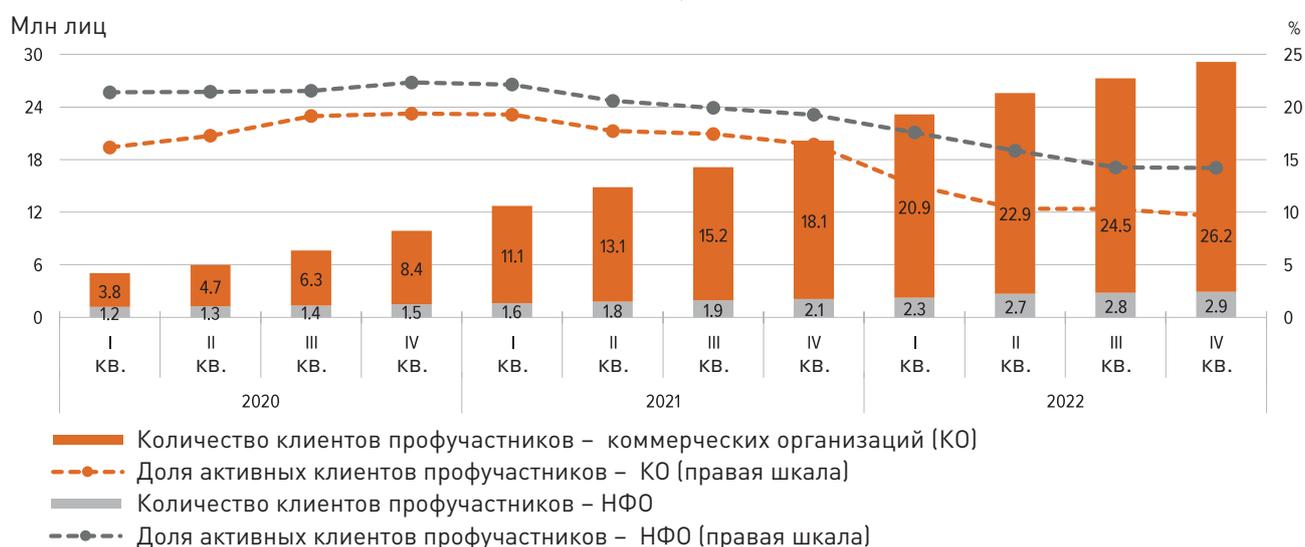
## Анализ фондового рынка

### Обзор участников торгов на Московской бирже

До 2022 г. российские финансовые рынки активно развивались, о чем свидетельствуют данные Банка России о динамике числа зарегистрированных брокерских аккаунтов. Люди проявляли повышенный интерес к инвестициям и

увеличению своего капитала. С 2020 до 2022 г. количество зарегистрированных аккаунтов выросло более чем в пять раз – с 5 млн пользователей до 29.1 млн, что составляет около трети экономически активного населения. Количество профессиональных участников также выросло почти в три раза, что свидетельствует о росте финансово-грамотных лиц, поскольку для получения статуса нужно сдавать профильные тесты. Это говорит об увеличении количества участников с возможностью потенциальных инвестиций от 6 млн руб. Важно отметить, что доля активных клиентов с 2020 г. сокращалась, однако меньшими темпами чем количество аккаунтов, что говорит о росте активных участников рынка в абсолютном выражении. Однако в I кв. 2022 г. уменьшилось число активных участников, что прежде всего связано с обострением мировой геополитической обстановки и непониманием большинства физических лиц того, как действовать в таких условиях (Рисунок 2).

Рисунок 2. Динамика количества клиентов на брокерском обслуживании и доли активных клиентов



Источник: [7].

Рисунок 3. Оценочная структура активов на брокерском обслуживании, %



Источник: [7].

Исследование фондового рынка является актуальным, поскольку доля акций в портфелях инвесторов росла от года к году, за 2022 г. увеличение составило 10.8% – с 37 до 41%. Несмотря на увеличившуюся неопределенность экономических перспектив российской экономики в 2022 г. и снижение совокупной стоимости активов на брокерских счетах до 6 трлн руб. (–28%), отток средств из акций российских компаний показал наименьшую динамику, а доля их активов увеличилась до 28%. Доля иностранных акций уменьшилась до 13%, что связано с повышенными политическими рисками (Рисунок 3).

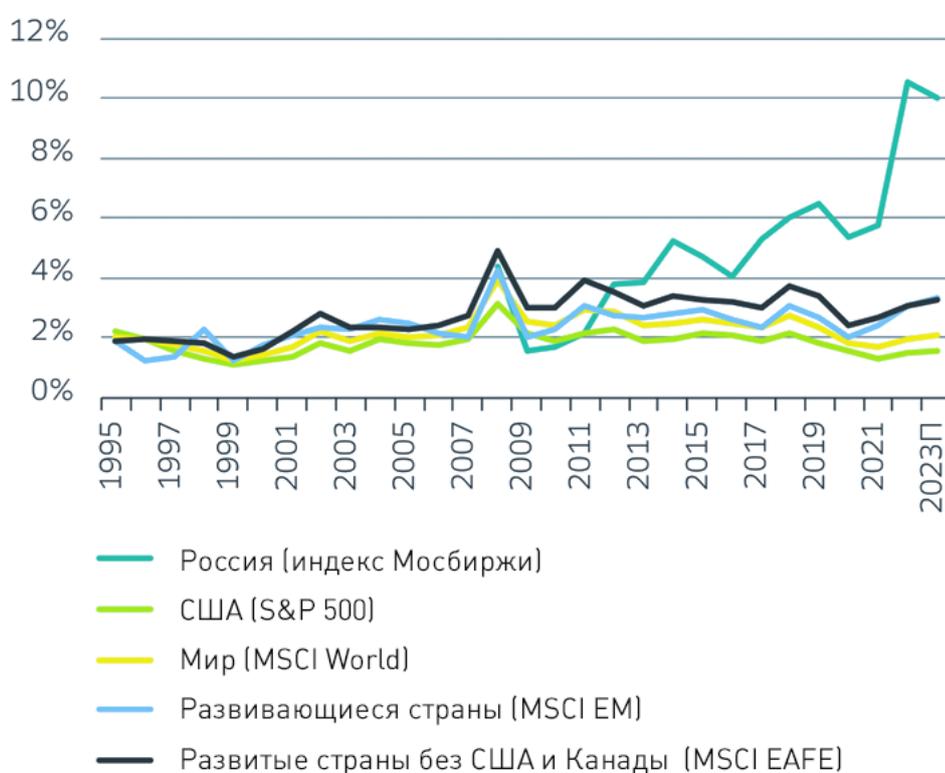
Таким образом, несмотря на ухудшение инвестиционной привлекательности российских активов, наблюдается рост числа новых участников финансовых рынков. Инвесторы

должны понимать, как действовать на значительно изменившемся российском рынке. Для этого необходимо анализировать привлекательность инвестиций и способствовать снижению потенциальных рисков.

### Дивидендная политика российских компаний

С 1995 по 2013 г. дивидендная доходность российских акций коррелировала с мировыми показателями. На протяжении 23 лет мировая доходность акций составляла в среднем 2% и наблюдалась повышательная тенденция (Рисунок 4). В 2013 г. начался бурный рост дивидендной доходности российских акций, в 2022 г. она составила 10%, опередив мировую на 7%.

Рисунок 4. Дивидендная доходность в мире, %



Источник: [8].

Во многом такой бурный рост был спровоцирован несколькими факторами. Во-первых, Россия богата природными ресурсами, и ее экономика имеет сырьевой характер. Большинство компаний являются экспортоориентированными. В 2014 г. рубль начал сильно девальвироваться, из-за чего многие компании получали дополнительные средства за счет продажи валюты. Кроме того, российская экономика с 2014 г. подвержена высоким политическим рискам, что дополнительно снижает цену акций компаний, потому что инвесторы закладывают в них вероятность наложения новых санкций, который будут затруднять деятельность компании. В-третьих, с 2013

г. наблюдалась тенденция увеличения доли выплат инвесторам в чистой прибыли. Прежде всего это было связано с низким средним значением отношения чистого долга к EBITDA – низким уровнем закредитованности и отсутствием необходимости держать дополнительные средства в виде нераспределенной прибыли и резервов на балансе на случай непредвиденных ситуаций. Это также означало, что у компаний нет потенциально перспективных проектов внутри страны, а инвестиции в иностранные сопряжены с политическими рисками. Поэтому российские эмитенты предпочитают распределять свои средства между инвесторами.

**Рисунок 5.** Дивидендная доходность индекса Мосбиржи и норма выплаты дивидендов, %

Источник: [8].

Дивидендная политика является одним из важнейших инструментов корпоративного управления. Компания, исходя из размера своей полученной и прогнозируемой чистой прибыли, принимает решение о ее распределении на выплаты дивидендов и на реинвестирование в бизнес. Размеры выплат напрямую влияют на стоимость компании и на ее перспективы развития. Правильно выстроенная стабильная дивидендная политика привлекает и удерживает инвесторов, поскольку является надежным источником дохода. Однако если она неоптимальная, то вредит репутации фирмы, снижает ее будущие денежные потоки и ухудшает перспективы развития. Понимание дивидендной политики помогает инвесторам принимать обоснованные решения о выборе компаний исходя из их целей и склонности к риску.

## Фундаментальные концепции выбора политики выплат

### Агентская теория

Дивиденды в определенном смысле представляют собой инструмент корпоративного управления, позволяющий решить проблему взаимодействия акционеров и топ-менеджмента компании. С помощью дивидендов перераспределяется прибыль компании, уменьшаются объемы денежных средств, хранящихся на ее счетах. Согласно агентской теории, менеджеры имеют доступ к средствам компании и могут их тратить на свои нужды под видом корпоративных привилегий, обслуживая исключительно собственные интересы [9]. Это уменьшает свободные денежные потоки фирмы и полностью противоречит интересам акционеров. Проблема агентских издержек может возникнуть вследствие отсутствия у менеджеров достаточных стимулов работать в полную силу. Если у них нет своей собственной доли в капитале компании, то их выгоды не зависят от финансовых показателей фирмы, и они могут не прикладывать достаточно усилий для оптимизации бизнес-

процессов, что уменьшит потенциальную чистую прибыль компании. Кроме того, благосостояние менеджеров в большей степени зависит от размера компании, чем от ее прибыли. Поэтому у них есть склонность к наращиванию активов компании и ее выручки. Менеджеры обычно стремятся реинвестировать прибыль, нежели оставлять ее на выплату дивидендов. Деньги могут быть инвестированы в проект с меньшей чистой приведенной стоимостью, если он может привести к большому росту стоимости компании. Такая сделка уменьшит потенциальный чистый денежный поток держателей капитала.

Для контроля над деятельностью менеджеров собрание акционеров назначает совет директоров [10]. Именно он наделен полномочиями принимать решения об увольнении и найме руководителей компании, а также следит за прозрачностью отчетностей и бизнеса, финансовыми показателями и делает все возможное, чтобы увеличить стоимость компании и благосостояние акционеров. Совет директоров определяет политику выплат и дает рекомендации собранию акционеров о размере дивидендов. Согласно агентской теории, совет директоров выполняет роль связующего звена между акционерами и менеджерами компании, снижая агентские издержки с помощью эффективного контроля и надзора за руководством компании.

### Сигнальная теория

Одной из проблем, которую помогают решить дивиденды, является уменьшение издержек акционеров, связанных с асимметрией информации [11]. Менеджеры имеют полную информацию о финансово-экономическом положении компании, они могут манипулировать ею при предоставлении инвесторам. Из-за этого экономические агенты находятся в неравном положении. Сигнальная теория предполагает, что дивиденды являются компенсацией за асимметрию информации. Повышение выплат показывает, что операционная деятельность компании устойчиво развивается и что руководство хорошо справляется со своей работой [12].

## Теория жизненного цикла

Одной из широко распространенных концепций в области корпоративных финансов является теория жизненного цикла фирмы. Она подразумевает, что дивидендная политика компании имеет сильную корреляцию со стадией развития, на которой находится компания. Каждая фирма проходит эволюцию от зарождения до зрелости, и каждая новая стадия характеризуется сокращением потенциально выгодных инвестиционных проектов, траекторий развития, снижением темпов роста и стоимости привлечения капитала. По мере прохождения жизненного цикла у компании меняется оптимальная политика дивидендных выплат. Ключевая предпосылка данной теории заключается в том, что фирме постоянно нужно балансировать соотношение средств, идущих на реинвестирование в бизнес и на выплаты дивидендов. На ранних стадиях, как правило, фирма имеет много траекторий развития, новых проектов, возможности масштабироваться быстрыми темпами и захватывать новые рынки. На все эти нужды требуется существенный капитал. Вследствие этого оптимальной дивидендной политикой для новых фирм будет распределение прибыли в пользу реинвестирования, не переплачивая за привлечение дорогого внешнего капитала. По мере взросления фирма начинает постепенно упираться в потолок. Рынки сбыта начинают перенасыщаться, а поиск новых затруднен, из-за чего темпы роста постепенно замедляются. На стадии зрелости оптимальная дивидендная политика – распределение прибыли между акционерами [13]. Однако есть риск того, что менеджмент может распределять средства компании неоптимальным образом, инвестируя средства компании в не самые привлекательные проекты.

## Влияние характеристик корпоративного аппарата управления на дивидендную политику

### Количество независимых членов директоров

Совет директоров определяет размеры выплачиваемых дивидендов. Эта проблема анализировалась многими исследователями, однако они не всегда приходили к одинаковым результатам, поскольку изучали эту проблему на разных временных промежутках и в разных странах. Так, М. Элмагри с соавторами рассматривали компании, размещенные на Лондонской бирже в период с 2010 по 2013 г. [14]. Одной из переменных является количество независимых членов в собрании директоров. Авторы пришли к выводу, что данная переменная отрицательно влияет на размер дивидендных выплат, обосновав это тем, что независимые директора снижают агентские издержки. Они играют важнейшую роль в корпоративном управлении [15], поскольку выражают объективную точку зрения. Основным стимулом качественного выполнения работы для них является поддержание своего имиджа и репутации на рынке труда. В отличие от исполнительных директоров, независимые директора не вовлечены в ежедневный процесс управления компанией, что позволяет им объективно оценивать ее деятельность, финансовые показатели и вектор стратегического направления. Они улучшают контроль и надзор за командой менеджеров, чтобы те, в свою очередь,

принимали эффективные операционные решения и не использовали свой статус и доступ к средствам компании в своих личных целях. Это гарантирует, что деятельность компании ведется в интересах акционеров, из-за чего доверие инвесторов повышается, и совету директоров не требуется принимать решение о выплате излишних дивидендов, чтобы покрыть агентские издержки. А. Кхан пришел к похожим результатам, исследуя турецкие компании в период с 2013 по 2017 г. [16]. Его модель также показала отрицательную взаимосвязь с размерами дивидендных выплат, однако он сделал другой вывод, поскольку связь оказалась незначимой. Турция является развивающейся страной, для которой характерны слабая развитость правовых институтов, высокий уровень коррупции, большая доля семейных трастов, имеющих контрольный пакет акций компаний. Такая негативная взаимосвязь сигнализирует о том, что независимые члены директоров могут играть недостаточно самостоятельную роль в принятии решений, находясь под давлением влиятельных семей. Это может указывать на их сговор с семьями, которые контролируют компании, что говорит о полном ущемлении прав миноритарных акционеров. Хотя это исследование показало незначимое влияние исследуемой переменной, данная работа тоже полезна для нашего анализа. Россия так же является развивающейся экономикой, с большим количеством олигархов, оказывающих существенное влияние на структуру владения компаний.

Однако многие авторы пришли к другим эмпирическим результатам, исследуя данную характеристику совета директоров. С. Яррам и Б. Доллери изучали австралийские компании с 2004 по 2009 г. и сделали вывод, что количество независимых членов директоров положительно и в значительной степени влияет на размер дивидендов, обосновав это компенсацией агентских издержек [17]. М. Раджпут и С. Джунджхунвала тоже пишут о значимой положительной связи, утверждая, что независимость совета директоров и размер дивидендных дополняют друг друга, а не исключают [18]. Фирмам, имеющим положительные дивиденды, следует обращаться на рынок капитала для финансирования своего развития, рынок, в свою очередь, выполняет контролирующую фирму функцию. Более того, авторы получили результаты, полностью отличные от показателей А. Кхана. Независимые директора при наличии семейной структуры владения фирмой оказывают положительное значимое влияние. Это говорит о том, что такое сочетание снижает уровень nepотизма в компаниях, улучшает аппарат управления и гарантирует миноритарным инвесторам честное и оптимальное распределение прибыли, защищая их интересы. Х. Тахир с соавторами пришли к выводу, что этот показатель так же оказывает положительное влияние, однако незначимое [19]. Они рассматривали эту взаимосвязь на примере Малайзии, которая является развивающейся экономикой.

### Влияние размера совета директоров

Еще одной характеристикой совета директоров, влияние которой неоднократно исследовалось в научной литературе, является его размер. Советы директоров со значительным количеством участников обладают большими возможностями контроля над деятельностью менеджеров. Такая характеристика может снизить агентские издержки, минимизировав вероятность того, что менеджеры будут злоупотреблять своим положением, пользоваться корпо-

ративными бонусами в чрезмерном количестве, расходуя бюджет компании в своих целях. Уменьшается вероятность того, что многие участники вступят в сговор с менеджментом и что совет директоров не будет выступать в интересах акционеров. Крупный совет директоров обладает большим опытом, что может положительно сказаться на его эффективности и принятии решений. Однако есть исследования, которые говорят об обратном. Чем больше совет директоров, тем им труднее договориться и прийти к общему умозаключению по поводу той или иной задачи, что будет негативно влиять на корпоративное управление [20]. Качество аппарата управления может двояко влиять на дивидендные выплаты. В первом случае из-за неэффективного совета директоров менеджмент компании может уменьшать свободный денежный поток, принадлежащий акционерам, из-за чего они будут недополучать часть дивидендов. Однако совет директоров с неэффективными характеристиками может в качестве компенсации повысить дивиденды, чтобы просигнализировать инвесторам о хорошем положении дел в компании. М. Элмагри с соавторами исследовали влияние данной переменной на выборке из британских малых и средних компаний в 2010–2013 гг. и пришли к выводу, что значительное количество членов в совете директоров положительно влияет на выплаты дивидендов [14]. А. Баумулеш и Б. Клайн также сделали вывод, что существует положительная зависимость между двумя этими переменными [21]. Однако некоторые авторы утверждают о негативном влиянии данной переменной. Например, Р. Хасеми и его соавторы, изучая выборку, состоящую из 81 иранской компании, получили именно такие результаты [22].

## Влияние двойственности CEO и его значимость

В международной практике зачастую генеральный директор также является председателем совета директоров, что дает ему дополнительные возможности влияния и широкий спектр полномочий. В таком случае генеральный директор вправе накладывать вето на предложения других членов совета директоров, пользуясь своим привилегированным положением топ-менеджера, что может негативно сказываться на выплатах [23]. Согласно сигнальной теории, совет директоров во главе с CEO может увеличить выплаты, тем самым демонстрируя рынку, что топ-менеджеры не злоупотребляют своими полномочиями. Повышенные дивиденды могут служить некой компенсацией за ослабленный контроль над исполнительными органами правления и для привлечения инвесторов. Компании с хорошей системой управления могут предпочесть занижать дивиденды из-за дороговизны привлечения внешнего финансирования. Такие компании обладают преимуществом – низкими агентскими издержками, контролем, репутацией и доверием акционеров. Использование собственного капитала может снизить долговой рычаг и риск банкротства, что положительно скажется на стоимости компании [14].

Существуют и другие факторы, указывающие на то, что у генерального директора есть дополнительная власть при принятии решений, плохо сказывающаяся на управлении. Многие исследователи пришли к выводу, что завышенная заработная плата CEO негативно влияет на корпоративное управление [24; 25]. Этот показатель можно рассчитать с помощью отношения заработной платы CEO к средней

величине заработных плат других высших руководителей. Завышенная величина может указывать на наличие агентских проблем, на то, что CEO максимизирует свои выгоды. Это также может быть фактором демотивации руководителей, стоящих на ступень ниже в иерархии управления. Из-за ощущения несправедливости они могут хуже выполнять свои обязанности, что будет снижать общую эффективность команды.

Другой фактор – доля акций, принадлежащих CEO, в структуре капитала компании может оказывать значительное влияние на корпоративное управление. Когда генеральный директор также является владельцем или крупным акционером компании, существует риск возникновения конфликта интересов, который может подорвать эффективное управление. Генеральный директор может ставить свои личные интересы выше интересов других стейкхолдеров, таких как сотрудники, другие мажоритарные акционеры или миноритарные инвесторы. Это может привести к принятию решений, которые не отвечают долгосрочным интересам компании или не соответствуют ее ценностям и миссии. Более того, когда генеральный директор владеет значительным пакетом акций, он может обладать непропорционально большими властью и влиянием на совет директоров, что может привести к отсутствию сдержек и противовесов при принятии им решений. Это также может создать ситуацию, когда генеральный директор доминирует в совете директоров и принимает решения без надлежащего надзора или подотчетности. Для компаний важно иметь структуру управления, обеспечивающую учет интересов всех сторон. Совокупность факторов, указывающих на влияние CEO на дивидендную политику, рассматривал А. Шахбаз [26]. По его мнению, в целом влиятельные руководители не склонны к выплате или повышению дивидендов. Однако иногда их собственная выгода от совершения этих действий превышает издержки. В период относительно низкой прибыли и высокой волатильности компании может потребоваться привлечение дополнительного финансирования. В такие сложные времена американские фирмы с влиятельными CEO повышают дивиденды. Это сигнализирует рынку о хороших перспективах компании, а также увеличивает выгоды CEO, получающего репутацию менеджера, который действует исключительно в интересах инвесторов.

## Влияние продолжительности работы генерального директора

В научной литературе часто поднимался вопрос о влиянии продолжительности работы генерального директора на своем посту на дивидендную политику. Есть мнение, что две данные переменные имеют отрицательную взаимосвязь. Срок пребывания на посту увеличивает власть CEO, что может расширить спектр его полномочий. Долгое пребывание на посту может также улучшить его взаимоотношения с членами совета директоров и повысить их лояльность, вследствие чего может снизиться контроль за действиями генерального директора, что повысит агентские издержки [27]. В других исследованиях [28] утверждается, что CEO с большим сроком на должности положительно влияют на дивидендные выплаты. CEO, который дольше работает в компании, лучше погружен в ее операционную деятельность, повышается вероятность того, что именно он выстраивал и согласовывал план по стратегическому развитию, принимал

эффективные решения и определял перспективы компании. Исследователи также выявили, что больший срок нахождения на должности негативно связан с инвестициями в разработку и развитие новых проектов, поскольку делает CEO более консервативным. Данный факт говорит о том, что снижаются агентские издержки, поскольку уменьшается вероятность того, что CEO будет действовать не самым оптимальным способом – реинвестировать прибыль в новые, не самые прибыльные проекты, с целью увеличения стоимости компании, а не оптимизации полезности держателей акций. Снижение доли нераспределенной прибыли, предназначенной для реинвестирования, увеличит долю свободных денежных средств, которые будут использоваться в качестве выплат дивидендов. Х. Тахир с соавторами пришли к аналогичным выводам, обосновав это тем, что новые сотрудники с большей долей вероятности склонны идти на риск и инвестировать в новые проекты, поскольку им нужно зарекомендовать себя и продемонстрировать свои навыки и опыт. Повышенный интерес к рискованным проектам будет уменьшать вероятность выплат [19].

## Влияние политического риска

В научной литературе тема влияния санкций на дивидендную политику не столь популярна, хотя некоторые авторы раскрывали схожие темы. Во времена нестабильности менеджеры, рассчитывающие на устойчивое увеличение ожидаемой будущей прибыли, могут снижать все возможные риски сильнее, чем это требуется, и завышать стоимость привлечения внешнего финансирования, из-за чего предпочтут выбрать консервативную политику распределения прибыли, сохраняя нераспределенную прибыль на черный день. Это объяснимо с психологической точки зрения, если провести аналогию с реагированием финансовых рынков на новости разного типа. В среднем котировки сильнее и быстрее падают из-за плохого новостного фона, нежели растут из-за позитивного [29]. Авторы пришли к следующим выводам: фирмы, стабильно выплачивающие дивиденды, вероятнее будут отменять их во время политической нестабильности и в преддверии политического кризиса. В свою очередь, фирмы, не выплачивающие дивиденды, скорее всего, будут и дальше придерживаться такой распределительной политики. Согласно сигнальной теории, компании в период кризисов могут выплачивать дивиденды для привлечения инвесторов, давая понять им, что последствия вероятного коллапса не повлияют на операционную деятельность компании. Видимо, политические риски и чрезмерный страх перевешивают возможные выгоды от репутации стабильно выплачивающей дивиденды компании. Авторы также выявили, что влияние политического риска зависит от степени интегрированности компании в мировую экономику. Международные компании имеют явные преимущества перед фирмами, базирующимися на локальных рынках. Их бизнес лучше диверсифицирован, он крупнее, поскольку работает сразу на нескольких рынках, и у него есть возможность привлекать более дешевое финансирование из-за своих масштабов. Однако взамен он подвержен повышенным международным политическим рискам. Их влияние на отмену выплат дивидендов ярко выражено именно в транснациональных компаниях. Если рассматривать данную проблему в контексте страновых различий, то в передовых экономиках, где развиты правовые институты и политическая система, решения об отмене дивидендов становятся менее чувствительными к данным рискам.

Однако в литературе встречается другая точка зрения на эту тему [30]. Изучая американские фирмы, авторы пришли к результатам, что политические риски положительно влияют на дивидендные выплаты. Отчасти это согласуется с выводами предыдущего анализа [29], поскольку США являются сильнейшей мировой экономикой с минимальными страновыми рисками. В статье также утверждается, что компании с превосходным корпоративным управлением, как правило, выплачивают большие дивиденды, несмотря на то, что подвергаются большему политическому риску на уровне фирмы. Фирмы с большими перспективами роста (высоким соотношением рыночной стоимости к балансовой или значительным ростом продаж) и с плохим аппаратом корпоративного управления тоже подвержены значительному положительному эффекту политического риска на уровне фирмы в отношении их дивидендной политики. Обоснованность влияния данного фактора сигнальной теорией так же поднимается в статье Н. Лоукила, изучавшего структурные изменения политического устройства в Тунисе, которое характеризуется высокой неопределенностью. Он пришел к выводам, что смена главы правительства побуждает фирмы, не выплачивающие дивиденды в прошлом, начать их выплату и препятствует фирмам-плательщикам в прошлом прекращать выплату дивидендов, за исключением тех, которые контролируются правящей семьей [31].

## Исследование влияния санкций, характеристик совета директоров и генерального директора на дивидендные выплаты

### Гипотезы

#### *Санкции против генерального директора*

Санкции в отношении генерального директора могут оказать значительное влияние на корпоративное управление, поскольку он зачастую является ключевым лидером и лицом, принимающим решения в компании. Если генеральный директор подвергается санкциям, это может нарушить нормальное функционирование компании и ограничить ее способность принимать решения и эффективно осуществлять свою деятельность. Одним из потенциальных последствий санкций для генерального директора является то, что они могут ограничить его способность эффективно выполнять свои обязанности.

Например, санкции ЕС предусматривают полный запрет европейским банкам и компаниям на любое экономическое взаимодействие с подсанкционным лицом, а также блокировку его активов, если они находятся в поле юрисдикции ЕС [4]. Это может ограничить способность генерального директора принимать решения, которые наилучшим образом отвечают интересам компании и ее стейкхолдеров. Санкции также могут создать атмосферу страха и неуверенности, что может затруднить выполнение генеральным директором своих обязанностей. Если генеральный директор обеспокоен риском санкций, у него может быть меньше шансов предпринять смелые или новаторские действия, которые принесут пользу компании в долгосрочной перспективе. Во времена политической нестабильности генеральным директорам свойственно лишиться раз перестраховываться и сохранять большее количество прибыли в резервах на счетах компании или в высоколиквидных активах [29].

Это, несомненно, снижает потенциальные выплачиваемые дивиденды и вероятность их распределения среди стейкхолдеров. К тому же блокировка активов CEO может существенно снизить его уровень жизни, из-за чего повышается риск, что у него появляется больше стимулов для использования средств компании для своих личных целей.

*Гипотеза 1:* санкции против CEO негативно влияют на вероятность выплаты дивидендов.

### **Санкции против совета директоров**

Санкции в отношении совета директоров компании могут оказать значительное влияние на корпоративное управление, поскольку они могут нарушить нормальное функционирование совета директоров и ограничить его способность принимать решения и осуществлять надзор за деятельностью компании.

Одним из потенциальных последствий санкций для совета директоров является то, что они могут ограничить способность совета директоров привлекать и удерживать талантливых людей. Российские компании часто принимают в состав корпоративного управления иностранных коллег с международным опытом. К тому же иностранные директора часто являются неаффилированными лицами. Большинство независимых директоров увеличивают контроль над менеджерами и рациональность принятых решений. Однако санкции, введенные против некоторых членов совета директоров, увеличивают репутационные риски иностранных сотрудников. Они часто могут занимать руководящие должности сразу в нескольких компаниях, и факт наложения санкций негативно скажется на их имидже. Из-за этого повышается вероятность ухода независимых членов из состава директоров. В таком случае решения о реструктуризации аппарата управления могут приниматься в кратчайшие сроки, что негативно скажется на выборе новых кандидатов, поскольку поле поиска квалифицированных кадров существенно сужается. Данные факты будут негативно влиять на эффективность корпоративного управления, поскольку увеличивается вероятность реструктуризации совета директоров и найма новых сотрудников, которым нужно время для адаптации. В совокупности с увеличенными страновыми и корпоративными рисками, которые повышают неопределенность будущих денежных потоков, совет директоров, вероятно, будет склоняться к отмене дивидендных выплат.

*Гипотеза 2:* санкции против совета директоров негативно влияют на решение о выплате дивидендов.

### **Санкции против компании**

Включение компании в SDN-лист США или санкционные списки ЕС напрямую влияет на ее операционную, инвестиционную и финансовую деятельность. Во-первых, гражданам и компаниям, учрежденным в ЕС или США, на юридическом уровне запрещается взаимодействовать с компанией, попавшей под санкции. Однако есть небольшие исключения, например, компании ЕС могут закупать продукцию, если она имеет стратегический характер для экономики страны. Для подсанкционных фирм это может означать потерю долгосрочных партнерских отношений и наиболее выгодных рынков сбыта. Выход на новые рынки не всегда может обернуться успехом, поскольку не во всех странах произведенная продукция может пользоваться таким же спросом.

В связи с санкциями может нарушиться проверенная годами логистическая инфраструктура, а на разработку новой

должно уйти некоторое время. Транспортировка сырья часто предполагает наличие определенной инфраструктуры. Для транспортировки газа нужны трубопроводы или заводы по сжижению газа для его дальнейшей отправки морем. Данные сооружения требуют больших капитальных затрат, из-за чего компании потребуются дополнительные средства и инвестиции для их разработки. К тому же процесс смены вектора поставок на другие рынки может занять продолжительное время, что, несомненно, скажется на показателях выручки.

Многие компании находят лазейки для обхода санкций, закупая и продавая товары через третьих лиц. Однако данная стратегия является неоптимальной, поскольку вместо прямого контакта с контрагентом компании приходится платить еще и посреднику, увеличивая тем самым логистические издержки.

Инвестиционная финансовая деятельность также подпадает под ограничительные меры. При включении компании в санкционные списки все ее активы, находящиеся в стране, которая наложила ограничения, замораживаются. Из-за дополнительных рисков уменьшается поле инвестирования в перспективные международные проекты.

У компании также сокращается доступ к международному рынку капитала. Становится труднее привлекать долговое финансирование, из-за чего потенциально может вырасти эффективная ставка стоимости долга компании и увеличиться риск дефолта. Рынок привлечения акционерного капитала также сужается, из-за повышенных политических рисков иностранные инвесторы будут реже инвестировать и поддерживать компании, включенные в санкционные списки. Под таким давлением на все виды деятельности компании вероятность выплат дивидендов будет сокращаться.

*Гипотеза 3:* санкции против компании негативно влияют на вероятность выплаты дивидендов.

### **Присутствие генерального директора в составе совета**

Для изучения взаимосвязи влияния генерального директора и дивидендных выплат многие авторы используют характеристику – является ли генеральный директор одновременно председателем совета директоров. В рамках России мы не можем исследовать данный признак, поскольку законодательно генеральный директор не может занимать эту должность [10]. Поэтому мы рассмотрим влияние нахождения генерального директора в составе совета директоров. Пускай нахождение генерального директора на двух руководящих постах более показательно указывает на повышенное влияние. Однако даже если генеральный директор входит совет директоров, не занимая в нем высшую должность, он все равно оказывает воздействие на принятие корпоративных решений. Вследствие этого увеличиваются агентские издержки и ухудшается контроль за менеджерами.

Мы предполагаем, что в качестве компенсации на ослабленный механизм корпоративного управления совет директоров будет чаще выплачивать дивиденды.

*Гипотеза 4:* присутствие генерального директора в составе совета увеличивает вероятность выплат дивидендов.

### **Количество лет на посту генерального директора**

Как показал анализ литературы, количество лет, проведенных на должности генерального директора, имеет двой-

ственное влияние на дивидендную политику компании. Мы больше склоняемся к тому, что данная переменная оказывает положительное влияние. Генеральный директор с большим сроком присутствия в аппарате управления, будет иметь большую вовлеченность в бизнес-процессы компании и практический опыт руководства компанией, что будет положительно сказываться на ее эффективности. У генеральных директоров с такой характеристикой меньше стимулов инвестировать в инновационные проекты. Согласимся, что молодым компаниям, особенно в сфере хай-тек, которые еще не достигли пика в своем развитии, нужно больше инвестировать в инновационные проекты, и консервативный генеральный директор будет снижать их перспективы. Однако если рассматривать эту проблему в контексте России, то в связи особенностями экономики большинство компаний, котирующихся на бирже, являются поставщиками сырья и находятся на зрелой стадии развития. Доля инновационных компаний на Московской бирже увеличивается, например, Сian и Ozon, однако их прирост незначителен. Мы считаем, что генеральные директора с большим сроком работы будут положительно влиять на эффективность компании и на вероятность выплат дивидендов.

*Гипотеза 5:* количество лет на посту генерального директора положительно влияет на дивидендные выплаты.

#### **Количество независимых директоров**

Независимые директора играют немаловажную роль в наблюдательном совете компании. Такая характеристика предполагает, что директор не имеет аффилированных связей ни с акционерным обществом, ни с самой компанией. Основной целью найма таким сотрудников является определение стратегического развития компании в интересах акционеров, исходя из набора их компетенций и опыта. Они больше исполнительных директоров заинтересованы в поддержании эффективности корпоративного управления для сохранения своего имиджа на рынке труда. Согласно нашим собранным данным в тех компаниях, где CEO является членом совета директоров, количество и доля независимых директоров в совете директоров больше, нежели в тех, где генеральный директор не занимает данную позицию. Этот факт еще раз подчеркивает, что независимые директора осуществляют контроль за эффективностью управления компании и снижения агентских издержек. В связи с этим совету директоров не нужно компенсировать репутационные издержки, связанные с плохим корпоративным аппаратом управления. Таким образом, мы предполагаем, что компании с большим количеством этих директоров реже выплачивают дивиденды.

*Гипотеза 6:* независимые директора негативно влияют на дивидендные выплаты.

#### **Размер совета директоров**

Размер совета директоров является важным фактором при исследовании дивидендной политики компании. Изучив научную литературу, мы выявили, что авторы не могут прийти к однозначным выводам по поводу влияния данной переменной. Результаты во многом зависят от страны и периода, на которых тестировались данные. Мы склоняемся к мнению, что в контексте российских компаний совет директоров с большим количеством участников обладает большей эффективностью, поскольку дает возможность объединить людей с опытом управления в различных сферах. Повышается также вероятность того, что совет директоров будет лучше контролировать работу менеджмента, увели-

чивая его производительность и снижая агентские издержки. Благодаря этому совету директоров не требуется возмещать издержки, связанные с плохим аппаратом управления.

*Гипотеза 7:* размер совета директоров негативно влияет на дивидендные выплаты.

#### **Методология исследования**

Для нашего исследования из открытых источников и раскрываемых ежегодных отчетностей были собраны данные за 2017–2022 гг. по российским компаниям, котирующимся на бирже и не входящим в банковский сектор. Выборка состоит из 73 компаний и 317 наблюдений. В выборку по каждому году не удалось включить информацию по всем 73 компаниям, поскольку в некоторые годы не все они в полной мере раскрывали информацию. Некоторые компании вошли в листинг биржи после 2017 г., и мы включали их только в период после завершения IPO.

В качестве зависимой переменной была выбрана выплата дивидендов (далее DIV). В расчетах мы закодировали ее и сделали дамми переменной, где ставились 1, если компания выплачивала дивиденды за исследуемый год, и 0, если компания отменяла дивиденды. Важно отметить, что большинство компаний имеют годовую дивидендную политику, однако некоторые производят выплаты несколько раз в год. В случае если компания, например, имеет квартальную политику выплат, и она отменила только итоговые дивиденды, мы также ставили 0. В качестве независимых переменных были выбраны: персональные санкции против членов совета директоров (DirectorS), персональные санкции против генерального директора (CEOS), санкции против компании (CompanyS), факт присутствия генерального директора в совете директоров (CEOPart), количество независимых директоров (DB) и срок работы генерального директора (CEOTenure).

Все три переменные, включающие информацию о санкциях, являются дамми, где ставились 0, если санкции не были наложены, и 1 – если были наложены. Отметим, что согласно политике ЕС и США, если основной владелец компании попал под санкции, то против нее также автоматически вводятся ограничения. Мы рассматривали санкции со стороны стран Евросоюза и США, поскольку они являются крупнейшими и наиболее влиятельными экономиками западного мира. Мы предполагаем, что санкции влияют на вероятность выплаты дивидендов с задержкой. Итоговый годовой дивидендный сезон российских компаний приходится на лето. Санкции, наложенные в первом полугодии 2022 г., окажут влияние на решение о выплате дивидендов за 2021 г., поскольку они были наложены до окончательного решения о выплате, логика для предыдущих годов сохраняется. Присутствие генерального директора в составе совета директоров является дамми переменной, где ставились 0, если он не входит в состав совета директоров, и 1 – если присутствует. Переменная число независимых директоров рассчитывалась как доля от общего количества людей, входящих в состав совета директоров. Срок работы генерального директора рассчитывался в годах. Также были выбраны следующие контрольные переменные: соотношение прибыли и дохода (E/R), долговая нагрузка (Leverage), соотношение ликвидных средств и активов (Liquidity).

В качестве модели мы выбрали логистическую регрессию. Поскольку зависимая переменная является дискретной, рассмотрим вероятность влияния независимых переменных на нее.

Функция логистической регрессии –

$$a(x, w) = \frac{1}{1 + e^{-w^T X}}$$

Для выявления мультиколлинеарности мы рассчитывали VIF-коэффициенты, установив пороговое значение VIF = 5. Если данный коэффициент превышал 5, то это говорило о наличии мультиколлинеарности, после чего удаляли переменную или создавали новую из комбинации имеющихся. Также для улучшения качества модели мы балансировали данные по переменным CEO, CEOPart, поскольку наблюдалась диспропорция в выборке.

$$VIF(X_i) = \frac{1}{1 - R_i^2}$$

Таблица 1. Описательная статистика выборки за 2017–2020 гг.

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	Ind	DB	CEOTenure	Leverage	Liquidity	E/R
mean	0.74	0.2	0.16	0.05	0.78	0.34	10.5	6.7	1.71	0.09	0.11
std	0.44	0.4	0.36	0.21	0.41	0.2	3.2	5.7	10.3	0.11	0.13
min	0	0	0	0	0	0	5	1	-93	0	-0.4
25%	0	0	0	0	0	0.22	9	2	0.6	0.03	0.03
50%	1	0	0	0	1	0.31	10	5	1.23	0.05	0.09
75%	1	0	1	0	1	0.45	11.25	10	2.63	0.11	0.16
max	1	1	1	11	1	0.88	31	27	31	0.98	1.09

Источник: построено автором.

Таблица 2. Описательная статистика выборки за 2021 г.

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	Ind	DB	CEOTenure	Leverage	Liquidity	E/R
Mean	0.37	0.56	0.49	0.3	0.74	0.39	9.7	6.6	225	0.39	0.14
Std	0.49	0.5	0.5	0.46	0.44	0.17	2.1	6.1	9.8	0.14	0.14
Min	0	0	0	0	0	0	5	0	-37	0	0.12
25%	0	0	0	0	0	0.29	9	2	0.95	0.03	0.04
50%	0	1	0	0	1	0.36	9	5	1.08	0.6	0.11
75%	1	1	1	1	1	0.5	11	9	2.7	0.11	0.24
max	1	1	1	1	1	0.85	15	28	68	0.95	0.68

Источник: построено автором.

Количество компаний, в которых хотя бы один член совета директоров попал под санкции, увеличилось более чем в три раза. В свою очередь, доля независимых членов директоров увеличилась. Это связано с тем, что в среднем каждый совет директоров уволил одного исполнительного директора, уменьшив штат до 9 человек. Количество генеральных директоров, занимающих позицию в совете директоров в 2021 г., также сократилось, однако незначительно. С продолжительностью работы генерального директора дела обстоят аналогичным образом. Что касается финансовых показателей, то 2021 г. оказался выдающимся для большинства компаний. Более 50% фирм показали рентабельность выручки более чем в 11%, аналогичный показатель за предыдущий период составлял 9.5%. Большинство российских компаний продемонстрировали ре-

## Эмпирическое исследование

В Таблице 1 представлена описательная статистика переменных за период с 2017 по 2020 г. В Таблице 2 раскрывается информация о данных за 2021 г. Можно заметить огромную разницу в частоте выплат дивидендов. За 2021 г. около 63% компаний сообщило об отмене дивидендов, когда ранее прослеживалась тенденция, что в среднем 74% компаний стабильно выплачивали дивиденды. Касательно введенных санкций также можно заметить большой перевес в сторону 2021 г. Около 50% исследуемых компаний или их основных акционеров попало под санкции в 2021 г., за 2017–2020 гг. таковых было около 20%. Данные свидетельствуют о значительном увеличении персональных санкций со стороны стран Запада. В 2021 г. количество генеральных директоров, попавших под санкции, увеличилось в шесть раз. Санкции против совета директоров стали также частой мерой ограничений деятельности компании.

кордные показатели прибыли. Данный рост был вызван благоприятной макроэкономической обстановкой в стране, политикой монетарного смягчения и снижения процентных ставок до минимальных значений.

Данные показывают, что средняя величина кредитного плеча в 2017–2020 гг. была значительно меньше. Однако вероятнее всего данный коэффициент не является релевантным и высокое значение вызвано несколькими выбросами. В данном случае будет более показательным медианное значение. Более чем у 50% компаний в 2021 г. долговое плечо стало составлять менее чем 1.07, когда в предыдущие годы аналогичное значение составляло 1.25. Уровень ликвидных средств на счетах компаний по отношению к активам также повысился, что может свидетельствовать о меньшем реинвестировании полученной прибыли в бизнес.

**Рисунок 6.** Распределение дивидендных выплат

Источник: построено автором.

Рисунок 6 демонстрирует распределение дивидендных выплат и наложенных санкций на компанию или на один из аппаратов управления. Можно заметить, что лишь 23% компаний, находящихся хотя бы под одним из видов санкций, отменяли дивидендные выплаты в период с 2017–2020 гг. Видимо, компании в 2022 г. стали намного чувствительнее к данному негативному фактору, увеличив долю отмен до 0.66. Однако также увеличились отмены и у компаний, которые не попали под санкции, причем значительно – до 57%. Это может говорить о том, что большинство компаний не исключали риска попадания под ограничения и считались с повышенной политической неопределенностью.

### Корреляционный анализ

Таблица 3 демонстрирует корреляционную матрицу исследуемых переменных. Определим значения корреляции, где  $r > |0.7|$  является сильной зависимостью,  $|0.5| < r < |0.7|$  считается средней,  $|0.3| < r < |0.5|$  указывает на умеренную взаимосвязь,  $|0.2| < r < |0.3|$  – на слабую корреляцию, ниже значения 0.2 взаимосвязь считается очень слабой.

Около половины комбинаций переменных обладают статистически не значимой корреляцией. Зависимая переменная обладает статистически значимой взаимосвязью с переменными: CompanyS, CEOPart, E/R, Liquidity. Что касается зависимых переменных, то наибольшими значениями корреляции на уровне 0.4 обладают комбинации CompanyS, DirectorS, CEOS. Между этими переменными прослеживается прямая зависимость, что вполне логич-

но. Политика правительства США и ЕС в области выбора объекта санкций направлена в основном на крупные экономико-образующие и государственные компании, а также на лиц, связанных с политикой и государственным аппаратом управления. В ходе сбора данных было обнаружено, что в таких компаниях должность генерального директора и члена совета директоров довольно часто занимают российские олигархи и члены государственного правления, которые являются первоочередными объектами западных санкций. Поскольку корреляция является умеренной, мы считаем, что в дальнейшем исследовании объединение одновременно всех трех переменных в одну валидным, однако также стоит рассмотреть их влияние по отдельности.

Можно заметить еще одну интересную закономерность: количество введенных санкций прямо пропорционально зависит от количества членов совета директоров. Можно объяснить такую корреляцию тем, что больший совет директоров увеличивает вероятность того, что в нем будет находиться лицо, которое связано с политикой. Количество лет на должности генерального директора увеличивает шанс попадания в санкционные списки. Если генеральный директор продолжительное время находится на должности, это может говорить о том, что он или безупречно справляется со своей работой, или имеет тесные связи владельцами компании и правительством. Факт нахождения генерального на двух должностях повышает шансы наложения санкций против органов управления компании, однако зависимость, хотя и является значимой, очень низкая.

**Таблица 3.** Корреляционная матрица

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	DB	CEOTenure	Ind	E/R	Leverage
CompanyS	-0.01*									
DirectorS	-0.07	0.41***								
CEOS	-0.03	0.37***	0.46***							
CEOPart	0.16***	-0.01	0.15***	0.11**						
DB	-0.01	0.13**	0.2***	0.01	0.02					
CEOTenure	0.04	0.15***	0.14**	0.18***	0.17***	0.17***				
Ind	0.03	-0.05	0.02	0.03	0.17***	-0.1*	0.06			

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	DB	CEOTenure	Ind	E/R	Leverage
E/R	0.1*	0.08	-0.02	0.08	0.1*	-0.08	-0.04	0.13**		
Leverage	-0.05	0	0.05	-0.03	-0.11*	-0.03	-0.07	0.05	-0.02	
Liquidity	-0.12**	-0.13**	-0.08	-0.03	-0.1*	-0.14**	0.14**	0.05	0.24***	-0.01

Примечание: \*\*\* статистическая значимость на 1%-м уровне; \*\* на 5%-м уровне; \* на 10%-м уровне.

Источник: построено автором.

Таблица 4. Модели логистической регрессии за 2021 г.

Переменные	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
CompanyS	-0.5479	-0.7753*		
DirectorS	-1.413***			
CEOS	1.1675**	0.6537		
CEOPart	1.1190**	0.6671*	0.9596**	0.8202**
DB	-0.0317		-0.0454	
CEOTenure	0.0101	0.0033	0.0382	
Ind	-3.3367***	-4.4776***	-3.8351***	
E/R	5.2844***	5.9847***	6.0177***	6.2723***
Leverage	0.0593*	0.0582	0.0377	0.0277
Liquidity	-2.6587	-1.5925	-2.0757	-5.1655
AllS			-1.2147**	-3.2786***
DBInd				-0.4248***
CEOTenureS				0.1905***

Примечание: \*\*\* статистическая значимость на 1%-м уровне; \*\* на 5%-м уровне; \* на 10%-м уровне.

Источник: построено автором.

Изначально для проверки наших гипотез мы построили логистическую регрессию, которая включала данные выборки 2021 г. (Таблица 4). Модель 1 показала хорошее качество, где LLR p-value стремилась к 0. Однако не все коэффициенты оказались значимыми. Наихудшее p-value показали переменные DB и CEOTenure, CS так же оказалась незначимой, однако, возможно, из-за наличия корреляции с другими переменными. Остальные параметры оказались значимыми на уровне в 3%. DirectorS и Ind отрицатель-

но повлияли на выплаты дивидендов с коэффициентами -1.413 и -3.336 соответственно. Факт попадания совета директоров под санкции уменьшает вероятность выплат на 141%. Если количество независимых директоров составляют 10% наблюдательного совета, то такая структура будет сокращать вероятность на 33%. В свою очередь, санкции против генерального директора и факт его присутствия увеличивают вероятность выплат на 116 и 112% соответственно.

Таблица 5. VIF-коэффициенты исследуемых переменных

Переменная	VIF 2021	VIF 2017–2020
CompanyS	3.32	1.56
DirectorS	3.04	1.61
CEOS	2.04	1.29
CEOPart	4.45	4.94
DB	8.52	4.99
CEOTenure	2.65	2.60
Ind	6.25	3.94
E/R	2.27	1.89
Leverage	1.15	1.04
Liquidity	1.94	1.78

Источник: построено автором.

Далее мы провели тест на мультиколлинеарность, посчитав VIF-коэффициенты, среднее значение которых составляет 3,5, что говорит о низкой мультиколлинеарности общей модели, однако коэффициенты у переменных DB и Ind превышают пороговый показатель. Мы предполагаем, что они могут косвенно влиять на значения других переменных. Чтобы проверить значимость коэффициента CompanyS, мы решили убрать две переменных, с которыми у CompanyS наблюдается наибольшее значение VIF. Такими параметрами оказались DB и DirectorS. Модель 2 показала, что количество независимых директоров и санкции против компании являются значимыми и оказывают негативное влияние на выплату дивидендов, переменная CEOPart, как и в прошлой регрессии является значимой и оказывает положительное влияние, однако оно уменьшилось почти в два раза. Санкции против генерального директора и его срок на должности оказались незначимыми. Поскольку все три переменные, включающие информацию о санкциях, имеют умеренную и значимую корреляцию между собой, и не в каждой модели все они имеют статистическую значимость, мы решили рассмотреть их в совокупности. Мы создали новую переменную AllS, перемножив CompanyS, DirectorS и CEOPart. Она поможет понять, как строится дивидендная политика компании, если против нее, генерального директора и совета директоров были введены санкции. Модель 3 показала, что переменные Ind, CEOPart снова оказались статистически значимыми, где первая влияет негативно, а вторая положительно с коэффициентами  $-3.8351$  и  $0.9596$  соответственно. DB и CEOTenure оказались незначимыми. Влияние все трех ви-

дов санкций против одной компании оказалось значимым с коэффициентом  $-1.2147$ .

Так как переменные DB и CEOPart не показали значимых результатов в предыдущих моделях, мы решили их объединить с факторами, с которыми они имеют значимую корреляцию. Мы получили новые переменные:  $CEOtenureS = CEOtenure \cdot CEOPart$  и  $DBInd = DB \cdot Ind$ . В новой модели все переменные оказались значимыми на уровне в 5%. Выяснилось, что больший размер совета директоров с высоким соотношением независимых директоров негативно влияет на вероятность выплат, наложение всех трех видов санкций аналогично воздействует. В свою очередь, модель также показала, что вероятность выплат увеличивается, если санкции ввели только против генерального директора, который уже продолжительное время управляет компанией. Каждый год, который CEO под санкциями проработал в компании, увеличивает вероятность выплат на 19%.

Разберем модели 2017–2020 гг. (Таблица 6). После включения всех переменных в модель она показала хорошее качество. В отличие от выборки за 2021 г., незначимым оказался только один показатель – санкции против генерального директора.

В модель 6 были включены все переменные помимо CEOPart. Оказалось, что Ind, CompanyS и DirectorS оказали негативное влияние на зависимую переменную с коэффициентами  $-1.19$ ,  $-0.46$  и  $-0.9$  соответственно, что меньше по модулю аналогичных показателей за 2021 г. CEOTenure, CEOPart и DB положительно воздействуют на решение о выплате дивидендов с коэффициентами  $0.066$ ,  $0.7548$  и  $0.059$  соответственно.

Таблица 6. Модели логистической регрессии за 2017–2020 гг.

Переменная	Модель 5	Модель 6	Модель 7	Модель 8
CompanyS	$-0.4627^{**}$			
DirectorS	$-0.9073^{***}$			
CEOPart	$0.4549^*$	$0.7548^{***}$	$0.7453^{***}$	$0.9367^{***}$
DB	$0.0859^{***}$	$0.0592^{***}$	$0.0771^{***}$	
CEOtenure	$0.0697^{***}$	$0.0661^{***}$		$0.0754^{***}$
Ind	$-1.1931^{**}$	$-1.12367^{**}$	$-0.8582^*$	
E/R	$9.4596^{***}$	$9.2835^{***}$	$8.1409^{***}$	$11.4493^{***}$
Leverage	$-0.075^{***}$	$-0.0734^{**}$	$-0.0624^{***}$	$-0.0516^{***}$
Liquidity	$-8.027^{***}$	$-7.947^{***}$	$-6.954^{***}$	$-8.4305^{***}$
AllS		$-1.0772^{***}$	$-1.0733^{***}$	$-0.887^{***}$
DBInd				$-0.0369^{**}$
CEOtenureS			$2.3906$	

Примечание: \*\*\* статистическая значимость на 1%-м уровне; \*\* – на 5%-м уровне; \* на 10%-м уровне.

Источник: построено автором.

VIF-коэффициент при переменной CEOS равен 1.29, что говорит об отсутствии влияния высокой мультиколлинеарности. В целом вся модель не подвержена сильному влиянию проблемы мультиколлинеарности, поскольку ни один из коэффициентов не превышает 5.

Далее рассмотрим модель 7 с переменными, созданными ранее. Важно отметить, что в данном случае в переменную All мы не будем включать CEOS, поскольку она незначима и будет только портить качество модели. Поэтому в следующих моделях она будет означать, что санкции были введены против компании и ее совета директоров. Введение одновременных санкций против компании и совета директоров имеет отрицательную взаимосвязь. Данная переменная уменьшает вероятность выплат на 107%. Поскольку переменные DB и Ind по-разному влияют на зависимую переменную, мы решили немного модифицировать DBInd, чтобы понять, как влияет DB в эффективных советах директоров. В качестве критерия мы взяли медиану Ind и ставили 1, если значение больше, и 0, если меньше. Оказалось, что каждый член совета директоров будет уменьшать вероятность выплат на 3%, если количество независимых директоров выше медианного значения.

## Результаты и обсуждение

Результаты двух моделей оказались схожими, однако влияние некоторых переменных в выборке за 2021 г. оказалось более существенным. Санкции против компании и персональные санкции против членов совета директоров показали негативное воздействие в 2017–2020 гг. Наши гипотезы оправдались, введение санкций против компании в значительной степени осложняет их функционирование и стратегическое развитие. Во-первых, компании становится гораздо сложнее искать долгосрочных партнеров, поставщиков и крупных покупателей, поскольку из-за введенных ограничений они не имеют права сотрудничать с подсанкционным лицом, что негативно сказывается на операционной деятельности компании. Во-вторых, начинают действовать ограничения к доступу на рынок капитала как долгового, так и частного. США и ЕС являются крупнейшими мировыми экономиками, после попадания в их санкционные списки фирма теряет возможность привлекать новых инвесторов для развития перспективных проектов, а также получать долговое финансирование, что уменьшает возможности масштабирования. Персональные санкции против членов совета директоров оказали негативное влияние на решение о выплате дивидендов. Несмотря на то что данный вид корпоративного аппарата управления непосредственно не участвует в операционной деятельности компании, санкции против отдельных его членов могут сильно навредить репутации компании. Распространенным последствием введенных санкций является реструктуризация наблюдательного совета, что негативно сказывается на его работе.

В выборке за 2021 г. данные переменные показали большее влияние по сравнению с 2017–2020 гг. Это можно объяснить тем, что последствия введенных санкций в 2022 г. имели больший масштаб, а также сильно ухудшились политические отношения и увеличилась неопределенность. Многие компании активно сотрудничали со странами Запада, из-за обострившихся отношений они решили сменить вектор стратегического развития в направлении сотрудничества со странами Азии. В частности, нефтегазовые компании активно начали развивать инфраструктуру

для продажи сырья в Азию, что требует дополнительных существенных капитальных издержек. Многие иностранные компании решили выйти из проектов на территории России, как это случилось, например с итальянской Enel, французской Total и британской Shell.

Хотя мы и не включали банковский сектор в выборку из-за его отличительных особенностей от других секторов экономики, кризис в данной области повлиял и на другие области экономики. У компаний, попавших под санкции, сократился доступ к рынку мирового капитала, а также стало невыгодно получать финансирование внутри страны. Из-за увеличения неопределенности в стране и боязни “bank run” Центробанк России был вынужден поднять ставку рефинансирования до максимальных значений. Данное повышение пришлось как раз на время дивидендного сезона, что еще сильнее подтолкнуло компании оставить нераспределенную прибыль, поскольку они не понимали, как долго продлится текущая ситуация. Одним из факторов большего отрицательного влияния санкционных переменных в выборке 2021 г. является блокировка Национального расчетного депозитария (НРД) [32]. Некоторые компании, которые ведут операционную деятельность в России и имеют российских владельцев, залистингованы на иностранных биржах, а на Московской бирже представлены их депозитарные расписки. Поскольку именно с помощью НРД компания переводила дивиденды держателям депозитарных расписок, после введения санкций это стало невозможным. И даже если компания, попавшая под санкции, и хотела бы выплатить дивиденды, большинство инвесторов не смогли бы их получить.

Мы предполагаем, что санкции против совета директоров в 2022 г. оказали большее негативное влияние по сравнению с предыдущими годами именно из-за политических обстоятельств. В наблюдательные советы российских компаний часто входят иностранные граждане. В 2022 г. было много случаев, что из-за наложения санкций на их коллег они решили покинуть свой пост. Вероятность того, что компания может потерять часть квалифицированных иностранных сотрудников и из-за дополнительных рисков может быть вынуждена заменить директоров, попавших под санкции, негативно влияет на потенциальную эффективность работы совета директоров. Увеличивается также вероятность найма новых сотрудников с меньшим опытом и худшими навыками, что может снизить контроль за менеджерами и обоснованность принятия решений.

Что касается санкций против генерального директора, то наши ожидания не оправдались. В выборке 2017–2020 гг. данная переменная оказалась незначимой, в этот промежуток времени ограничения оказались неэффективными и не выполняли основных своих функций. Однако санкции, введенные в 2022 г., оказали положительное влияние на решение о выплате дивидендов за 2021 г. Ранее мы предполагали, что блокировка иностранных активов генерального директора может повысить его стимулы больше пользоваться корпоративными выгодами, что увеличивает агентские издержки.

В качестве компенсации за несовершенный аппарат управления совет директоров чаще принимает решение о выплате дивидендов. В период относительно стабильной политической обстановки в России в период с 2018–2021 гг. санкции исключительно против CEO не показали значимых результатов, а во время обострения отношений с Западом прослеживалось положительное влияние на дивиденды. Можно сделать вывод, что данный тип санкций

не влияет на функционирование компании и ее развитие. Логика такова, что во время стабильной экономической обстановки в стране инвесторы не воспринимали данные ограничения как негативный сигнал, основываясь на этом, совет директоров никак не опирался на данный факт при решении о выплате дивидендов. Однако в период высокой волатильности рынков и повышенной неопределенности любая негативная информация воспринимается инвесторами с большим пессимизмом.

Опираясь на сигнальную теорию, мы делаем вывод, что при таких вводных совет директоров будет реагировать на санкции против генерального директора решением о выплате дивидендов, чтобы продемонстрировать инвесторам, что данное негативное событие не повлияет на будущие перспективы компании.

Модели обеих выборок показали, что наложение всех трех видов санкций оказало негативное и статистически значимое влияние на решение о выплате дивидендов. Результаты оказались вполне очевидными, поскольку в таком случае компания сталкивается и с репутационными издержками, и с проблемами в финансовой, инвестиционной и операционной деятельности. При таких ограничениях компания скорее всего попытается оставить нераспределенную прибыль в качестве подушки безопасности.

Срок пребывания на должности генерального директора, как мы и предполагали, оказался значимым и показал положительное влияние на решение о выплате дивидендов, однако только в период с 2017–2020 гг. Продолжительное управление компанией ассоциируется с тем, что генеральный директор полностью вовлечен в бизнес-процессы компании, имеет достаточно опыта и знаний в области функционирования фирмы и может эффективно принимать решения, помогающие компании устойчиво и стабильно развиваться, что положительно сказывается на ее прибыли. Тем не менее на выплату дивидендов за 2021 г. данный фактор не оказал значимого влияния. Так как решение о выплате дивидендов за 2021 г. у большинства компаний приходится на 2022 г., мы считаем, что данная переменная не оказала влияния из-за кризисной ситуации в экономике России. Ранее мы говорили, что с каждым годом управления компанией генеральный директор набирается больше опыта, и это помогает ему принимать эффективные решения и вести компанию в светлое будущее. К тому же ограничения против российских компаний вводятся не первый год, из-за чего ее руководство уже должно было понять, как работать при их наличии. Однако ограничения, введенные в 2022 г., стали жестче, а их масштаб гораздо внушительнее, из-за чего большинству российских компаний пришлось перестраивать свои бизнес-процессы. В таком случае увеличивается вероятность влияния факторов, которые не зависят от генерального директора.

Углубленный анализ этой переменной показал, что санкции чаще накладываются против CEO, которые дольше находятся на своем посту, поскольку присутствует статистически значимая и умеренная корреляция. Факт попадания под санкции генерального директора с большим опытом работы показал значимое положительное влияние. Анализ показал, что если одна из стран введет санкции против CEO, срок нахождения на посту которого выше медианного значения, то вероятность выплат дивидендов увеличится еще сильнее. Мы объясняем это тем, что персональные санкции чаще всего вводятся из-за наличия у их объекта связей с политической сферой. Парный коэффициент пере-

менной TenureCEOS выше, чем CEO, поскольку увеличивается шанс того, что генеральный директор может попасть под дополнительные санкции другой страны, что еще сильнее ухудшит имидж компании, из-за чего нужно в большей степени компенсировать репутационные издержки.

Модели на двух промежутках времени показали, что присутствие генерального директора в совете директоров оказывает положительное воздействие на дивидендные выплаты. Полученные результаты согласуются с нашей гипотезой. Тот факт, что генеральный директор может принимать участие и вносить свой вклад в принятие решения о выплате дивидендов, существенным образом ослабляет корпоративный аппарат управления. Агентская теория предполагает, что существует ярко выраженный конфликт интересов между менеджерами компании и ее акционерами. Совет директоров выполняет функцию защиты интересов стейкхолдеров, пытаясь максимизировать полезность от владения акциями компании. Если генеральный директор занимает место в совете директоров, он становится более влиятельным и может сильнее максимизировать свою функцию полезности. В свою очередь, инвесторы начинают больше сомневаться в надежности совета директоров. Чтобы нивелировать данную проблему ослабленного аппарата управления, большинство членов совета директоров будут склоняться чаще и больше выплачивать дивиденды. К тому же данная характеристика генерального директора, в отличие от срока пребывания на должности, имеет значимую корреляцию со всеми тремя видами санкций. Очевидно, что если будут введены ограничения против генерального директора, то одновременно под них еще попадет и совет директоров. Как мы выяснили ранее, если санкции введены не только против генерального директора, то они будут оказывать негативное влияние на выплату дивидендов. Таким образом, присутствие CEO сразу на двух должностях, будет увеличивать вероятность того, что сразу два аппарата корпоративного управления могут попасть под санкции, что негативно скажется на деятельности компании и ее репутации. Чтобы компенсировать потенциальные издержки, компания будет возмещать их выплатой дивидендов.

Влияние количества независимых директоров оказалось одинаковым на двух разных промежутках времени, однако на выборке 2021 г. коэффициент был более существенный. Наличие независимых директоров положительно сказывается на эффективности контроля за менеджерами компании и принятии непредвзятых, обоснованных решений. Благодаря эффективному аппарату управления уменьшаются агентские издержки, из-за чего совету директоров не нужно их компенсировать, и они могут позволить реже выплачивать дивиденды. Что касается результатов выплат за 2021 г., то мы считаем, что независимые директора оказали большее влияние, чем в предыдущие годы, из-за нестабильной экономической обстановки в стране. Директора, которые являются аффилированными лицами, не всегда будут выступать исключительно в интересах акционеров. Такое может произойти, например, в случае, если у директора есть доля в компании, из-за чего он, исходя из своих собственных интересов, может лоббировать решение о выплате дивидендов, даже если оно является не оптимальным в контексте макроэкономической обстановки. Поскольку большинство отмен выплат за 2021 г. пришлось на летний дивидендный сезон 2022 г., мы считаем, что для независимых директоров оптимальным решением было не производить дивидендные выплаты в связи с обострившемся политическим кризисом и ожидаемым спадом в экономике.

Делая этот вывод, мы ссылаемся на работу Х. Тао с соавторами [29], в которой отмечалось, что корпоративному аппарату управления свойственно во время политической нестабильности быть особенно осторожным и оставлять нераспределенную прибыль на счетах компании. В 2021 г. более чем у 50% компаний доля независимых членов совета директоров было выше 36%. У четверти компании данный показатель был выше 50%, что говорит о существенном вкладе независимых директоров в принятие решений. В период с 2017–2020 гг. медианное значение было ниже на 5%, что также могло повлиять на разницу в коэффициентах.

Мы предполагали, что размер совета директоров будет способствовать более эффективному управлению компанией, снижать агентские издержки и оказывать негативное влияние на дивидендную политику компании по аналогии с количеством независимых директоров. Однако данный коэффициент оказался незначимым в 2021 г., а на выборке 2017–2020 гг. было выявлено положительное влияние. Поскольку результаты оказались неоднозначными и между нашими переменными Ind и DB присутствовала корреляция, мы решили рассмотреть, как размер совета директоров влияет на дивидендную политику в зависимости его эффективности. В эффективных советах директоров, где доля независимых его членов было выше медианного значения, размер совета оказал негативное влияние на дивидендные выплаты на обеих выборках. Это еще раз подчеркивает тот факт, что эффективный аппарат корпоративного управления будет реже выплачивать дивиденды благодаря своей репутации и ненадобности компенсировать агентские издержки.

## Практическое применение

Данное исследование не только вносит вклад в развитие научной тематики, но и поможет инвесторам строить свои стратегии, опираясь на полученные результаты. Российские компании не первый год сталкиваются с попаданием в санкционные списки, а отечественная экономика подвержена влиянию высоких политических рисков. Стратегии многих долгосрочных инвесторов основаны на дивидендных выплатах, из-за чего им важно понимать, как влияют на компанию определенные факторы в период стабильной политической обстановки в мире и во время ее обострения.

## Результаты

Проведенное исследование показало, что санкции против совета директоров и прямые ограничения деятельности компании оказывают отрицательное воздействие на вероятность дивидендных выплат. Санкции против генерального директора дали неоднозначные результаты. В период относительной политической стабильности данные ограничения никак не влияют на политику компании, они не являются эффективными. В период обострения политических рисков данный тип санкций оказывает положительное воздействие. Такая разница образовывается из-за того, что в период кризисов настроения инвесторов подвержены большему пессимизму и скептицизму, из-за чего компании нужно компенсировать данные издержки дивидендами, несмотря на неэффективность данного типа санкций. Таким образом, эффект Cancel Culture – отказ США и ЕС от сотрудничества с Россией и наложение санкции против нее, оказал существенный негативный эффект на дивидендные выплаты российских компаний.

Мы также выявили, что хороший корпоративный аппарат управления негативно влияет на решение о выплате дивидендов. Присутствие генерального директора в составе совета директоров и его срок на должности оказывает положительное влияние на вероятность выплат, однако вредит эффективности управления. В свою очередь количество независимых директоров и размер наблюдательного совета показали негативное влияние, однако такая комбинация улучшает эффективность совета директоров. На разных временных промежутках переменные показали одинаковую зависимость, однако в период возрастания политических рисков влияние независимых переменных существенно повышается, из-за чего малейшее изменение в структуре аппарата управления в период кризиса может сильно уменьшить вероятность выплат.

## Список литературы

1. Izryadnova O.I., Kovaleva M.A. Dynamics of the domestic market in 2022: development potential and the impact of sanctions. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii = Russian Economic Developments*. 2022;29(7):15–20. (In Russ.). URL: <http://www.iep.ru/files/RePEC/gai/recdev/r2258.pdf> (accessed on 12.01.2023)
2. Subbotina M.V. Cancel culture: a manifestation of social justice or a new way of manipulation. *Obshchestvo: sotsiologiya, psikhologiya, pedagogika = Society: Sociology, Psychology, Pedagogics*. 2022;3(95):34–37. (In Russ.) <https://doi.org/10.24158/spp.2022.3.5>
3. Nikitin A.V., Orlinskaya O.M., Sedaev P.V., et al. Cancel culture: reasons for development challenges in Russia. *Vlast' (The Authority)*. 2022;30(3):65–69. (In Russ.) <https://doi.org/10.31171/vlast.v30i3.9046>
4. Number of international sanctions imposed worldwide as of January 12, 2023, by target country. URL: <https://www.statista.com/statistics/1294726/number-of-global-sanctions-by-target-country/f> (accessed on 12.01.2023).
5. Overview of Sanctions against Russia, 2022. INTELLECT Law Firm. URL: [https://www.intellectpro.ru/en/press/works/obzor\\_deystvuyushih\\_sanktsiy\\_v\\_otnoshenii\\_rossii/](https://www.intellectpro.ru/en/press/works/obzor_deystvuyushih_sanktsiy_v_otnoshenii_rossii/) (accessed on 06.05.2022).
6. Specially Designated Nationals And Blocked Persons List (SDN) Human Readable List. URL: <https://ofac.treasury.gov/specially-designated-nationals-and-blocked-persons-list-sdn-human-readable-lists> (accessed on 09.05.2023).
7. Review of the key indicators of professional participants of the securities market. Bank of Russia. (In Russ.) URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43826/review\\_secur\\_22-Q4.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43826/review_secur_22-Q4.pdf) (accessed on 10.02.2023).
8. Report: Record Dividends in Russia // SBER CIB URL: <https://dokhodchivo.ru/russia-dividends-fin?ysclid=lgo74zmbb548729508> (accessed date: 02.2022).
9. Fama E.F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*. 1980;88(2):288–307.
10. Federal'nyi zakon ot 26.12.1995 N 208-FZ (red. ot 04.08.2023) "Ob aktsionernykh obshchestvakh" [Federal Law On Joint-Stock Companies of 26.12.1995 No. 208-FZ] (In Russ.)
11. Miller M.H., Rock K. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*. 1985;40(4):1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>

12. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *The Bell Journal of Economics*. 1979;10(1):259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
13. Mueller D. A Life Cycle Theory of the Firm. *Journal of Industrial Economics*. 1972;20(3):199-219. <https://doi.org/10.2307/2098055>
14. Elmagrhi M.H., Ntim C.G., Crossley R.M., et al. Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting & Information Management*. 2017;25(4):459-483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>
15. Criteria for Defining Independence of the Board Members (Supervisory Board). Moscow Exchange. URL: <https://www.moex.com/a3056> (accessed on 10.02.2023).
16. Khan A. Ownership structure, board characteristics and dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance*. 2022;22(2):340-363. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2021-0129>
17. Yarram S.R., Dollery, B. Corporate governance and financial policies: Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance*. 2015;41(3):267-285. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0086>
18. Rajput M., Jhunjhunwala S. Corporate governance and payout policy: evidence from India. *Corporate Governance*. 2020;19(5):1117-1132. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2018-0258>
19. Tahir H., Masri R., Rahman M.M. Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance*. 2020;20(5):919-937. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>
20. Ntim C.G., Opong K.K., Danbolt J. Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*. 2015;29(2):194-220. <https://doi.org/10.1080/02692171.2014.983048>
21. Boumosleh A., Cline B.N. Outside director stock options and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*. 2015;(47):381-410. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0174-2>
22. Ghasemi R.S., Madrakian H., Keivani F.S. The relationship between the corporate governance and the stock institutional ownership with the dividend - a case study of Tehran. *Journal of Business and Management*. 2013;15(2):65-69. <https://doi.org/10.9790/487X-1526569>
23. Benjamin S.J., Biswas P. Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality. *Accounting Research Journal ARJ*. 2017;32(3):454-476. <https://doi.org/10.1108/ARJ-02-2018-0035>
24. Bebchuk L.A., Cremers K.J.M., Peyer U.C. The CEO Pay Slice. *Journal of Financial Economics*. 2011;102(1):199-221.
25. Tarkovska V. *CEO Pay Slice and Firm Value: Evidence from UK Panel Data*. Working paper published by Dublin Institute of Technology 2014.
26. Shahbaz A.S. CEO power and the likelihood of paying dividends: Effect of profitability and cash flow volatility. *Journal of Corporate Finance*. 2022;73:102186. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102186>
27. Onali E., Torluccio G., Galiakhmetova R. *Are CEO power, monitoring incentives, and dividends related? Evidence from a regulated industry*. AIDEA annual meeting, Lecce, Italy; 2013.
28. Gieskens J.H. *The effect of CEO characteristics on corporate financial policy*. Tilburg School of Economics and Management; 2016.
29. Tao H., Fei W., Jin Yu., et al. Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises. *Journal of International Business studies*. 2015;46(5):574-595.
30. Ahmad F.M., Aziz S., El-Khatib R., et al. Firm-level political risk and dividend payout. *International Review of Financial Analysis*. 2023;86:102546. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102546>
31. Loukil N. Does political instability influence dividend payout policy: evidence from Tunisian Stock Exchange? *EuroMed Journal of Business*. 2020;15(2):253-267. <https://doi.org/10.1108/EMJB-06-2019-0094>
32. Putevoditel' po sanktsiyam i ogranicheniyam protiv Rossiiskoi Federatsii (posle 22 fevralya 2022 g.) [Guide to Sanctions and Limitations against the Russian Federation (after February 22, 2022)]. Base.Garant (In Russ.). URL: <https://base.garant.ru/57750632/?ysclid=lhhlbqym-kh301266730#friends> (accessed on 17.03.2014).

Статья была представлена 12.10.2023; одобрена после рецензирования 14.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.