Шагалеева, Гульназ Байрасовна. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Шагалеева Гульназ Байрасовна; [Место защиты: Нац. исслед. ун-т "Высш. шк. экономики"].- Москва, 2011.- 181 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/2414

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Дивидендная политика как объект исследования: обзор теоретических и эмпирических исследований 13**

1.1. Обзор основных теорий дивидендной политики компаний 13

1.2 Сопоставление исследований, посвященных дивидендной политике компаний на развитых и развивающихся рынках капитала 27

1.3. Дивидендная политика компаний и агентские конфликты 38

1.3.1. Акционер-государство 39

1.3.2. Акционер-менеджер 45

1.3.3. Акционер - материнская компания 48

1.3.4. Акционер - иностранный инвестор 49

1.3.5. Акционер - мажоритарий 50

**Глава 2. Разработка методики исследования влияния различных факторов на дивидендную политику компаний на развивающихся рынках 56**

2.1. Гипотезы исследования 56

2.2. Построение моделей исследования 67

2.3. Проблемы при исследовании развивающихся рынков: анализ способов отражения дивидендной информации в отчетности компаний 76

**Глава 3. Эмпирический анализ дивидендной политики в России, Польше и Венгрии .85**

3.1. Выборка исследования: описательная статистика 85

3.1.1.Динамика дивидендной политики в изучаемых странах 90

3.1.2. Характеристики компаний, выплачивающих и не выплачивающих дивиденды 98

3.1.3. Статистика по структуре акционерной собственности компаний 101

3.2. Результаты эмпирического исследования влияния структуры акционерной собственности на дивидендную политику компаний 108

3.2.1. Тестирование влияния структуры акционерной собственности на дивидендную политику компаний на выборке из трех стран с переходной экономикой 108

3.2.1.1. Модели оценки зависимости между составом акционеров и дивидендной политикой компаний 110

3.2.1.2. Модели оценки зависимости между концентрацией собственности и дивидендной политикой компаний 117

3.2.2. Тестирование моделей зависимости структуры акционерной собственности и дивидендной политики компаний встрановом разрезе 124

3.2.2.1 Верификация моделей на подвыборке из российских компаний 124

3.2.2.2. Верификация моделей на подвыборке из польских и венгерских компаний 128

Заключение 131

Библиографический список

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Традиционно развивающиеся рынки не рассматриваются инвесторами как источник получения текущего дохода (дивиденда). Однако сопоставительный анализ с развитыми рынками показывает, что дивидендная доходность по ряду отраслей в развивающихся странах является инвестиционно привлекательной .

Более того, на развивающихся рынках, как и на развитых, присутствуют «дивидендные аристократы», которые не только демонстрируют высокий уровень дивидендной доходности, но и из года в год наращивают размер дивидендов на акцию. В условиях финансово-экономической нестабильности интерес инвесторов к дивидендным аристократам становится повышенным .

Как подгруппу развивающихся стран мы выделяем страны с переходной экономикой. Это страны, которые в последние 15-20 лет реализуют переход от плановой экономики к рыночной. Сохраняющаяся высокая доля присутствия государства в акционерном капитале компаний таких стран может породить эффект «окопавшегося» наемного менеджера с неэффективным расходованием средств и неэффективной инвестиционной политикой. Мы рассматриваем дивиденды по таким компаниям как дисциплинирующий инструмент.

Кроме того, большинство компаний на развивающихся рынках капитала характеризуется концентрацией акционерной собственности, слабым корпоративным управлением, что создает возможности для экспроприации ресурсов компании в пользу отдельных акционеров. Это, в свою очередь, приводит к искажению стимулов при принятии решений, как этими акционерами, так и другими стейкхолдерами (кредиторами, работниками), что в конечном итоге снижает эффективность деятельности компаний.

Например, ожидаемая дивидендная доходность российских телекоммуникационных компаний по итогам 2010 г. превышает аналогичный показатель для зарубежных аналогов. 2 Об этом свидетельствует динамика индекса Standard&Poors 500 Dividend Aristocrats: с начала кризиса в 2008 г. значение доходности по индексу дивидендных аристократов стало превышать значения других индексов.

Разрабатывая инвестиционные стратегии как на основе роста рыночной стоимости акций, так и по дивидендным выплатам, инвесторам на развивающихся рынках необходимо принимать во внимание не только фундаментальные факторы наращения стоимости, но и мотивы и стимулы контролирующих акционеров, их решения в области инвестиционной политики, политики привлечения долга и дивидендных выплат. Поэтому в рамках исследовательской работы для инвесторов важно выявить те компании, которые представляют интерес для получения текущего дохода, понять, какие факторы влияют на вероятность и размер выплат.

Актуальность изучения особенностей дивидендной политики в развивающихся странах связана также с необходимостью развития рынка институциональных инвесторов, ориентированных на текущий доход.

**Степень разработанности проблемы.**Одной из первых значимых теоретических работ в области дивидендной политики является статья М.Миллера и Ф.Модильяни 1961 г. Авторы показали, что при выполнении ряда предпосылок рыночная стоимость фирмы не зависит от дивидендного выбора, а определяется инвестиционными решениями и способностью компании генерировать текущую прибыль. Основные объяснения целесообразности дивидендных выплат в дальнейшем строились на снятии предпосылок М.Миллера и Ф.Модильяни относительно совершенного рынка:

1) Наличие различных условий налогообложения для разных групп  
инвесторов по доходу от продажи ценных бумаг и по текущему доходу.  
[Brennan, 1970, Black, Scholes, 1974, Gordon, Bradford, 1980 и др.].

2) Агентские конфликты и наличие агентских издержек, которые снижают  
потенциально возможную стоимость компании [Rozeff, 1982, Jensen, 1986].

3) Асимметрия информации для разных заинтересованных в  
функционировании компании лиц и необходимость подачи им адекватных  
сигналов [Lintner, 1956, Bhattacharya,1979, John, Williams, 1985].

4) В 2000-е годы появились исследования, посвященные относительно новому направлению дивидендной теории - поведенческой концепции, объясняющей дивидендную политику компаний особенностями не всегда рационального поведения инвесторов [Baker, Wurgler, 2003, Neves et al., 2006].

Указанные авторы тестировали гипотезы на основе данных развитых стран. Однако в последние годы исследователи проявляют интерес и к дивидендной политике на развивающихся рынках. При этом есть работы, посвященные проверке различных дивидендных теорий на основе данных одной страны (П.Кумар (Индия), Х.Аль-Малкави (Иордания), Ф.Гул (Китай) и т.д.). Также есть работы, в которых сопоставляется дивидендная политика компаний на нескольких рынках (М.Фаццио, Л.Ланг, Л.Янг, В.Айвазян, Л.Бут, С.Клири, Т.Миттон). Главный недостаток межстрановых исследований -непропорциональность странового представительства (по азиатским странам представлено примерно по 50 компаний, а по рынкам Восточной Европы - по 2-3). Для корректных сопоставлений и выводов важно расширить выборку компаний, а также включить страны, где только с 1990-х годов стала формироваться дивидендная политика компаний. При этом, как отмечают Яковлев А.А. и Данилов Ю.А., при изучении компаний из стран с переходной экономикой необходимо делать акцент на анализе изменений структуры собственности, а также на анализе влияния государства на механизмы корпоративного управления и права собственности .

Начиная с 2000-х гг. растет исследовательский интерес к российским компаниям с дивидендными выплатами [А.Лукашов, 2004, А.Ульянов, 2008, Т.Теплова, 2008-2011 и др.]. Взаимосвязь дивидендных выплат и реакции фондового рынка протестирована на российских данных Т.Тепловой [2008, 2010, 2011]. В работах Л.Ружанской и С.Лукьянова [2010, 2011] представлены

Яковлев А.А., Данилов Ю.А. 2007. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Российский журнал менеджмента // Том 5, №1, 2007. Стр.3-34.

доказательства влияния агентских проблем на дивидендную политику российских компаний Уральского федерального округа.

**Объектом данного исследования**являются крупные публичные компании трех развивающихся рынков капитала с переходной экономикой. **Предмет исследования**- отношения между компанией и инвесторами, связанные с распределением прибыли в виде денежных дивидендов.

**Цель исследования**- выявить особенности дивидендной политики компаний на развивающихся рынках капитала, в том числе в странах с переходной экономикой, протестировать значимость факторов, определяющих дивидендную политику данных компаний, выработать рекомендации для собственников компаний, рыночных инвесторов и правительственных органов.

Для достижения поставленной цели были сформулированы **задачи:**

1. Систематизировать теоретические и эмпирические работы в области  
дивидендной политики на развитых и развивающихся рынках капитала;

2. Сопоставить изменения в дивидендных выплатах компаний на развитых и  
развивающихся рынках в последние годы, выявить тренды дивидендной  
политики в странах с переходной экономикой.

3. По развивающимся рынкам выявить факторы, включая  
институциональные (например, изменение налогов), влияющие на решения по  
инициации дивидендных выплат и по их динамике в дальнейшем.

1. Протестировать значимость фундаментальных факторов в дивидендных выплатах (размер, доходность активов, потенциал роста, зрелость, финансовый рычаг), а также агентскую гипотезу, объясняющую различия дивидендного выхода по компаниям.
2. Выявить особенности дивидендных выплат по странам с переходной экономикой, на основании которых сформулировать рекомендации для

Оказывающих влияние на рыночную стоимость компании

собственников компаний, рыночных инвесторов, а также правительственных и регулирующих органов.

**Теоретическая и методологическая основа. Методы исследования.**

Теоретической основой исследования являются труды зарубежных и отечественных авторов, посвященные дивидендной политике компаний на развитых и развивающихся рынках капитала. Методологическая база включает методы статистического, корреляционного, регрессионного анализа данных, методы эконометрического моделирования панельных данных, методы сопоставительного анализа. Все расчеты проводились в специализированной эконометрической программе STATA.

**Информационная база**включает в себя базы данных агентства Thomson Reuters по финансовым показателям компаний, котирующихся на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), информационного агентства Ван Дайк (Van Dijk), в том числе базы данных Амадеус (Amadeus) и Руслана (Ruslana), данные из ежегодных и ежеквартальных отчетов компаний, находящихся в открытом доступе. Кроме того, использовались нормативно-правовые акты, применяемые на территории РФ, Польши и Венгрии.

**Научная новизна**исследования состоит в следующем: 1). При изучении влияния агентских проблем на дивидендную политику компаний предложено учитывать конфликт интересов государства и наемного менеджмента, что является спецификой развивающихся стран с переходной экономикой. Предложена модель для эмпирического тестирования влияния государства на дивидендную политику компаний с государственным участием. 2). Впервые проведено эмпирическое исследование на основе панельных данных, посвященное сопоставительному анализу дивидендной политики в странах с переходной экономикой, в противоположность существующим работам, преимущественно апеллирующим к примерам и статистическим данным развитых и развивающихся рынков. Это позволило выявить особенности

дивидендных выплат в развивающихся странах с переходной экономикой, в том числе более низкий уровень дивидендных выплат, использование большинством компаний неконсолидированной прибыли в качестве базы расчета дивидендов, более низкое раскрытие дивидендной информации, преобладание выплат в денежной форме и только по итогам года.

3). Подтверждено влияние институциональной среды в виде значимости налоговых изменений на вероятность дивидендных выплат.

4) Доказано отсутствие связи между дивидендной политикой и решениями по выбору структуры капитала, что свидетельствует о том, что дивидендная политика компаний на изучаемых рынках не является частью финансовых решений компании. С точки зрения влияния таких фундаментальных факторов как размер компании, доходность активов, потенциал роста на дивидендную политику в странах с переходной экономикой по сравнению с развитыми и другими развивающимися рынками особенностей не выявлено. 5). На основании модифицированной модели влияния интересов крупнейшего акционера на дивидендную политику компаний выявлена нелинейная зависимость доли мажоритария и дивидендных выплат. Это позволяет сделать вывод об изменении мотивов мажоритария с изменением размера пакета акций. Кроме того, значимое влияние оказывает состав акционеров, что подтверждает гипотезу о влиянии агентских конфликтов на дивидендную политику компаний. **Теоретическая и практическая значимость исследования**состоит в том, что автором был разработан новый подход к изучению агентских конфликтов, определяющих дивидендную политику компаний, проведено эмпирическое тестирование налоговой и агентской теории дивидендных выплат, а также проверка значимости фундаментальных факторов при принятии дивидендных решений. Выводы, полученные в рамках исследования, могут быть использованы инвесторами при формировании инвестиционного портфеля с включением акций с дивидендными выплатами, а также применены в

реализации финансового управления компаниями. Выводы по проверке налоговой гипотезы ориентированы на их практическое применение при разработке налоговой политики правительства России. Дополнительно, результаты исследования могут быть использованы в научной и преподавательской деятельности по профилю «финансовый менеджмент», «корпоративные финансы» и т.д.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения диссертации были доложены на:

1. XII Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества, НИУ ВШЭ, Москва, апрель 2011 г.

2. Научно-практической конференции «Актуальные проблемы менеджмента в  
России на современном этапе: проблемы управления модернизацией  
экономики», экономический факультет СПбГУ, Санкт-Петербург, декабрь 2010г.

1. 7-м Международном научно-практическом семинаре по корпоративному управлению, Брюссель, Бельгия, июнь 2010 г.
2. 8-й международной конференции факультета государственного управления МГУ им.М.В.Ломоносова «Государственное управление в XXI веке: традиции и инновации», г.Москва, май 2010 г.
3. 2-й международной научно-практической конференции «Корпоративные финансы в Болгарии: сегодня и завтра», НБУ, София, Болгария, сентябрь 2009 г.

Результаты работы были представлены на заседаниях кафедры Фондового рынка и рынка инвестиций в 2010 г., на научных семинарах магистерской программы «Финансовые рынки и финансовые институты», в учебных курсах Института профессиональной переподготовки специалистов НИУ ВШЭ, а также Уфимского филиала Финансового университета при Правительстве РФ. Материалы диссертации используются в работе компании «Горизонт - корпоративные финансы» при проведении консультаций клиентов по вопросам корпоративного управления и дивидендной политики.

**Публикации.**По теме диссертации опубликованы 5 работ общим объемом 3,58 п.л. Из них одна статья опубликована в журнале, рекомендованном ВАК МОиН РФ, общим объемом 1,27 п.л. Готовятся к публикации статья в журнале «Международная экономика», а также статья в сборнике работ XII Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества.

**Структура работы**отражает решение ключевых задач, поставленных в научном исследовании. Диссертация состоит из введения, 3 глав, заключения, библиографического списка, содержащего 150 наименований, и 7 приложений. Основная часть работы изложена на 131 странице, включает 40 таблиц и 22 рисунка.

## Сопоставление исследований, посвященных дивидендной политике компаний на развитых и развивающихся рынках капитала

В отличие от предположения Миллера и Модильяни о том, что внешние инвесторы (аутсайдеры) располагают той же информацией, что и менеджеры фирмы (инсайдеры), сигнальная теория основывается на предположении о том, что менеджеры располагают большей информацией о перспективах фирмы, чем рядовые инвесторы. Гипотеза заключается в том, что внутренняя информация о компании доводится до участников рынка через сигналы, в роли которых выступают изменения в дивидендном доходе. Эта идея восходит своими корнями к классической работе Линтнера [Lintner, 1956] о дивидендной политике. Линтнер провел опрос среди менеджеров корпораций, который, в частности, показал, что значительная часть менеджеров старается поддерживать выплачиваемые фирмой дивиденды на постоянном уровне10. По словам Линтнера, менеджеры проявляют «упорное нежелание

В экономической литературе данный феномен известен как «эффект липкости» {dividend smoothing). (причем оно характерно для менеджеров всех компаний) снижать или повышать однажды-установленную ставку обычных дивидендов» (р. 84). Так как менеджеры изменяют ставку обычных дивидендов только при серьезном изменении доходного потенциала компании, то изменение этой ставки- служит достаточно надежным индикатором того; как пойдут дела у фирмы в будущем. Другими словами, можно предположить, что изменения дивидендов являются сигналом того, что будет текущий рост прибыли устойчивым или нет.

Тем не менее, сигнал можно трактовать двояко. Например, снижение дивидендов, с одной стороны, может характеризовать ситуацию не очень успешной работы компании и отсутствие средств для выплат собственникам (прямой отрицательный сигнал). С другой стороны, сокращение дивидендов может означать, что компания нашла хорошие инвестиционные возможности, сумела преодолеть проблему зрелых компаний, которые не могут найти эффективное применение свободным денежным средствам.

При этом важно отметить, что сигнал могут отправить, как правило, только компании с наличием стабильного денежного потока, поскольку сигнализирование требует дополнительных затрат, нести которые компании с нестабильным денежным потоком не в состоянии. (Примеры затрат на сигнализирование — транзакционные издержки на получение долга, который необходим, т.к. внутренние ресурсы идут на дивиденды; налоги на дивиденды и др.).

Хотя тот факт, что дивиденды имеют информационное содержание, отмечалось еще в 1950-е гг., сигнальная теория была смоделирована лишь в конце 1970-начале 1980 гг. [Bhattacharya ,1979, John и Williams, 1985, Miller и Rock, 1985]. Проверка сигнальной теории проводилась на основе развитых рынков многими учеными [Petit, 1972, Woolridge, 1982, Bajaj и Vijh, 1990, Bernheim и Wantz, 1995, Benartzi et al., 1997, Dyl и, Weigand, 1998, ZuberetaL, 2009]. Т.Теплова [Теплова, 2008] провела анализ влияния-объявлений of выплате дивидендов на поведение инвесторов на примере развивающегося рынка России. В работе показана реакция как , российских инвесторов (реакция цен российской биржи РТС), так и зарубежных (реакция которых диагностировалась по избыточной доходности депозитарных расписок российских компаний). Автор доказала, что увеличение дивидендов на отрезке 1999-2006 гг. вызывает негативную реакцию фондового рынка, т.е. гипотеза о том, что реакция на «хороший» сигнал российской компании будет положительной, не подтверждается в рамках выборки. Однако, если і учесть, что в выборку вошли наиболее быстро растущие российские компании, то отрицательная реакция рынка на «хорошую» новость точно соотносится с выводами сигнальной модели, учитывающей инвестиционные возможности компаний. Эмпирические исследования сигнальной гипотезы на основе данных развивающихся рынков проводили и другие авторы. Травлос f и другие экономисты [Travlos et al., 2001] показали на примере І кипрской фондовой биржи, что акции компаний, которые объявляют о выплате дивидендов, растут в цене, что является подтверждением сигнальной гипотезы. На рынке Иордании сигнальная гипотеза не подтвердилась: эффект от объявления о выплате дивидендов оказался незначительным [El-Khouri, Almwalla, 1997]. - 1.1.5. Поведенческаяконцепция дивидендной политики компаний.

Существует большая группа работ, объясняющих дивидендную политику особенностями не всегда рационального поведения инвесторов. В основе поведенческих (бихевиористических) теорий лежит анализ поведения инвесторов, влияния на него социальных норм и ожиданий. Поведенческий мотив большей частью игнорируется классическими финансовыми теориями вследствие сложности использования такого параметра, как поведение инвестора, в традиционных построениях, хотя, как предполагают некоторые авторы, наличие данной переменной могло бы объяснить-устойчивость дивидендной политики во времени и страновые особенности дивидендных выплат. Бейкер и Вурглер [2003, 2004], объясняя изменчивое «дивидендное поведение» компаний, предложили концепцию, согласно которой менеджеры формируют дивидендную политику в зависимости от инвестиционного спроса на акции с дивидендными выплатами, ориентируясь на разные группы инвесторов. Основные положения теории потакания инвесторам (кейтеринга) таковы: 1) в отдельные периоды времени существует спрос инвесторов на акции компаний — плательщиков дивидендов; 2) ограничение возможностей получения выгод от покупки / продажи акций с минимумом риска (так называемые арбитражные возможности) позволяет этому спросу влиять на цены акций; 3) менеджеры компаний рационально взвешивают краткосрочные выгоды от подстройки под спрос инвесторов и долгосрочные затраты, связанные с изменением дивидендных выплат, и лишь потом принимают решение о выплате / невыплате дивидендов.

Ссылаясь на данные американского рынка, авторы утверждают, что существуют периоды, когда среди инвесторов повышается спрос на акции с дивидендными выплатами (дивидендные акции) и они готовы переплачивать за них. В результате появляется дивидендная премия {dividendpremium), т.е. превышение рыночной ценой акции ее фундаментальной стоимости из-за повышенного спроса у инвесторов. В другие периоды инвесторы предпочитают более «рискованные» акции компаний, у которых имеются значительные возможности роста (так называемые акции роста или «гламурные» акции). При этом дивидендная премия снижается и становится отрицательной. Рыночная цена акций плательщиков дивидендов опускается ниже их фундаментальной стоимости. Соответственно, на рынке могут фиксироваться и периоды «дивидендного дисконта» в цене акции11.

## Акционер - иностранный инвестор

В качестве показателя инсайдерской собственности (INS).была выбрана доля акций в руках менеджеров и членов Совета1 Директоров. При этом важно отметить, что в Совет Директоров входят не только физические лица, но и представители других компаний, которые не заинтересованы в росте стоимости компании так, как собственно акционеры: их личный доход не зависит от эффективности компании. В результате было принято решение не брать в расчет представителей юридических лиц, за исключением случаев, когда данный член совета является мажоритарным собственником компании, которую он представляет.

Следующая рассматриваемая нами гипотеза связана с холдинговой структурой компаний. Мы полагаем, что если наблюдаемая компания является дочерней (т.е. у нее есть материнская компания), то дивидендные выплаты дочерней компании должны быть повышенными по сравнению с компанией аналогом не холдингового построения.

Первая причина такой зависимости — «агентская», согласно которой материнская компания голосует за повышенные дивидендные выплаты, поскольку у нее не всегда есть возможность контролировать действия дочерних компаний. Другими словами, дивиденд здесь может выступать как механизм мониторинга. [Desay et al, 2007].

Кроме того, в компаниях холдингового типа дивиденды дочерних предприятий используются в качестве более дешевого источника финансирования головной компании, которая, в свою очередь, может перераспределить средства в пользу других дочерних структур. Дополнительно, необходимо учитывать налоговое окружение дивидендной политики компании-холдинга: в большинстве стран дивиденды дочерних, компаний не облагаются налогом. Итак, третьяі гипотеза нашего исследования выглядит следующим образом: НЗ: доля акций, принадлежащих материнской компании, и уровень дивидендных выплат связаны положительно.

В качестве показателя используется доля акций компании, которой принадлежит не менее 50% голосующих акций, либо меньше, но при этом у этой компании есть специальные права, позволяющие контролировать действия компании24.

Необходимость проанализировать влияние номинального держателя акций на дивидендные решения была продиктована российскими данными - в большинстве компаний значительная доля акций записана на номинальных владельцев. Наличие номинального держателя акций снижает прозрачность структуры собственников, а значит, скрывает направление денежных потоков в виде дивидендных выплат конечным собственникам компании. В- таких условиях конечный собственник может быть заинтересован в голосовании за больший уровень дивидендных выплат.

доля amfuu; находящихся у номинальных держателей, и уровень дивидендных выплат связаны полоэюителъно. Следующая изучаемая нами гипотеза рассматривает зависимость между долей иностранных акционеров и дивидендными выплатами. На развитых рынках, как правило, предсказывается положительная зависимость данных, показателей. Однако на наш взгляд, иностранных инвесторов в развивающихся странах привлекает, прежде всего, высокие темпы роста компаний, которые- требуют повышенных инвестиционных затрат. В результате мывводим очереднуюгипотезу: Н5: доля акций, принадлежащих иностранным инвесторам, и уровень дивидендных выплат связаны отрицательно.

Следующие гипотезы посвящены анализу зависимости между концентрацией собственности и дивидендными выплатами компаний. Ряд исследований доказывает, что связь крупнейшего акционера и дивидендной политики является нелинейной. Это связано с тем, что предельная частная выгода нераспределенной прибыли для крупнейшего акционера и предельная частная выгода от выплаты дивидендов может меняться [Thomsen, 2005]. Пока доля крупнейшего акционера относительно невелика, крупнейший акционер может довольствоваться дивидендными выплатами наряду с миноритарными акционерами, используя их в качестве механизма мониторинга. Однако, с увеличением своего пакета акций, крупнейший акционер начинает предпочитать нераспределенную прибыль дивидендным выплатам, поэтому зависимость становится отрицательной. Такое поведение крупнейшего акционера можно связать с «гипотезой окапывания» {entrenchment), согласно которой акционер, достигнув определенного уровня владения акциями компании, стремится сохранить свою долю. (Имеет возможность получать выгоды владения в обход дивидендных платежей). С точки зрения собственников, склонных к окапыванию, различные источники привлечения капитала

## Проблемы при исследовании развивающихся рынков: анализ способов отражения дивидендной информации в отчетности компаний

У стран есть и значительные различия. К ним относятся разные объемы фондового рынка, разные уровни доли: государства; ш менеджеров в структуре собственников компаний., Хотя; дескриптивная статистика говорит, нам? о том,, что доля менеджеров в; России незначительна (около 5%); мы; полагаем, что это заниженная? оценка, т.к. в России конечные собственники компаний; часто неизвестны. Что касается уровня налогов на дивиденды, то в России они значительно ниже, чем в Польше и Венгрии. При этом интересно, что в России ставка налога по доходу от продажи ценных бумаг выше; чем ставка; налога на дивиденды, тогда как в Польше и Венгрии они одинаковы.

Кроме того, судя по кредитному рейтингу, индексу экономической свободы, индексу восприятия коррупции и оценке защищенности прав собственности в изучаемых странах, Польша и: Венгрия характеризуются более высоким уровнем институциональной среды по сравнению с Россией;

Для анализа трех стран вместе используется выборка из крупнейших компаний 2 (97российских, 31 польскихи 13 венгерских, всего 141 компания) с данными за 2004-2008" гг. Всего в выборке представлено 514 наблюдений. Следующий этап исследования — описательная статистика данных по странам. Россия Для исследования по российскому рынку. была использована, выборка, сформированная на основании базы данных ThomsonReuters по. публичным компаниям, акции которых котируются на ММВБ. Выборка была сформирована следующим образом. На первом: этапе были отобраны; крупнейшие российские открытые: акционерные: общества, имеющие листинг наї бирже: в период с 2004 по2008 г.,. а также составляющие и публикующиегсвою отчетность в открытом доступе;.

На: втором этапе из списка были исключены компании; специализирующиеся на предоставлении финансовых услуг (коммерческие: и инвестиционные банки, пенсионные фонды, страховые компании и т.д.). В итоге выборка составила 226 компаний.

Однако не по всем компаниям имелся полный список необходимых переменных. Прежде, всего, были удалены ячейки с неизвестными данными по дивидендным выплатам, а также по другим переменным, используемым? в модели. Кроме того, было.- решено исключить компании; ву которых нераспределенная прибыль принимает отрицательное значение (убыток). В результате в выборке осталось 335 наблюдений. Польша и Венгрия Для анализа польских и венгерских публичных компаний мы воспользовались базой данных Amadeus системы Bureau? van Dijk43. Однако, во-первьщ в этой базе данных не публикуются данные по дивидендам: Во-вторых, информация по собственникам дана там только за последний рассматриваемый год. В результате нам пришлось дополнять выборку данными с вэб-сайтов компании (из опубликованных годовых отчетов). Эта работа осложнялась тем что часть, компаний публикуют свою отчетность лишь на своем государственном языке (польском или: венгерском соответственно). В результате количество компаний для исследования уменьшилось, особенно это касается венгерских компаний.

Далее, так же, как и по российской выборке, были исключены компании финансового сектора. После исключения компаний с неполным набором показателей, необходимых для исследования, в выборке осталось 31 польская и 13 венгерских крупнейших компаний.

Можно отметить, что на протяжении 2004-2007 гг. доля компаний, которые выплачивают дивиденды, превышает долю компаний-неплательщиков. Ситуация резко изменяется с началом финансово-экономического кризиса: по итогам 2008 г. лишь 30% компаний выборки выплачивали дивиденды. По итогам 2009 г. доля компаний, выплачивающих и не выплачивающих дивиденды, стала приблизительно одинаковой.

Важно отметить, что данное соотношение представлено для крупнейших публичных российских компаний, акции которых котируются на ММВБ. При этом результаты могут значительно поменяться, если мы расширим выборку. Так, например, в рамках другого исследования нами была подготовлена выборка из 594 компании , в результате чего соотношение плательщиков и неплательщиков стало выглядеть иначе.

## Тестирование влияния структуры акционерной собственности на дивидендную политику компаний на выборке из трех стран с переходной экономикой

Итак, результаты теста Хаусмана демонстрируют, что наилучшим методом тестирования четвертой модели является регрессия со случайным эффектом. Подведем итоги тестирования зависимости между концентрацией собственности и дивидендной политикой компаний. Во-первых, стоит отметить, что результаты позволяют нам не отвергать гипотезу о нелинейной зависимости вероятности дивидендных выплат и доли крупнейшего акционера (Гипотеза 6), что связано с изменением интересов крупнейшего акционера с увеличением его пакета акций. При росте доли крупнейшего акционера от 10% до 44% вероятность дивидендных выплат увеличивается. После превышения указанного уровня доли крупнейшего акционера, вероятность дивидендных выплат снижается.

Во-вторых, не отвергаются Гипотезы 7 и 8: если крупнейшим акционером является государство, то это повышает дивидендные выплаты; если крупнейшим акционером является менеджер, то это понижает дивидендные выплаты. Было показано, что наличие государства в качестве крупнейшего акционера повышает вероятность дивидендных выплат на 1,19%, а уровень дивидендных выплат - на 0,09%. Напротив, наличие менедежера в качестве крупнейшего акционера снижает вероятность выплат на 1,08%, уровень, дивидендных выплат — на 0,06%.

Результаты тестирования свидетельствуют OJ том, что рост рентабельности активов на 1%. приводит к росту вероятности дивидендных выплат на 9,7% и к росту коэффициента дивидендных выплат на 0,29% (Гипотеза» 10).

Также значимыми фактороми, определяющими вероятность и уровень дивидендных выплат, являются размер компании (Гипотеза 13), уровень возможностей роста (Гипотеза 14), а также страновая переменная: вероятность выплат дивидендов польскими компаниями выше, чем российскими и венгерскими на 1,15%, коэффициент дивидендных выплат выше на 0,08% (Гипотеза 15).

Подводя итоги тестирования выборки из трех стран, следует отметить, что ни разу не подтвердилась гипотеза о влиянии зрелости компании. Мы полагаем, что показатель «доля нераспределенной прибыли в собственном капитале компании» (RE/ТЕ) является неоптимальным для расчета зрелости компании в качестве детерминанты дивидендной политики, т.к. содержит в себе дивиденды текущего и прошлых периодов. Поэтому в следующих разделах диссертации было решено отказаться от использования этого показателя. Важно и отсутствие зависимости между дивидендными решениями и решениями компании о выборе структуры капитала. Это свидетельтвует о том, что дивидендная политика компаний на изучаемых рынках не является частью общей системы финансовых решений компании.

Прежде чем перейти к непосредственному эконометрическому анализу, необходимо проверить, могут ли все выбранные независимые переменные быть включены в модель одновременно. Для подобной проверки необходимо рассчитать коэффициенты корреляции между экзогенными переменными.

Анализ коэффициентов корреляции свидетельствует об отсутствии проблемы мультиколлинеарности используемых показателей. Теперь можно перейти к результатам построения эконометрических регрессий.

При анализе дивидендной политики российских компаний, так же как и в предыдущем случае, были использованы все возможные эконометрические методы оценки панельных данных. В Приложении 5 подробно представлены результаты всех способов тестирования, а также алгоритм выбора наилучшего метода. В данном же разделе представлены лишь итоговые результаты.

Для российских компаний значимыми факторами оказались рентабельность активов, размер компании, темп роста активов компании и доля государства. Первые три гипотезы не отвергаются при 5% уровне значимости, гипотеза о доли акций, принадлежащих государству, не отвергается при 10% уровне значимости.

В данной спецификации модели на коэффициент дивидендных выплат значимо влияют лишь переменные, характеризующие структуру собственников компании. Гипотеза 1, согласно которой доля акций государства и уровень дивидендных выплат связаны положительно, не отвергается. Однако стоить отметить, что и доля акций менеджмента влияет на уровень дивидендов российских компаний положительно. Другими словами, Гипотеза 2, согласно которой доля акций, принадлежащих менеджерам компании и членам Советов Директоров, и уровень дивидендных выплат связаны отрицательно, отвергается. Мы полагаем, что это связано с тем, что срабатывает так называемая гипотеза общих интересов, согласно которой для акционера-менеджера дивиденды являются частью его личного дохода, а потому он заинтересован в их увеличении.

Так же, как и для выборки из трех стран, для российских компаний не отвергается гипотеза о нелинейной зависимости между долей акций мажоритарного акционера и вероятностью дивидендных выплат. Помимо этого на вероятность платежей положительно влияют рентабельность и размер компании, отрицательно - возможности роста компании, что позволяет не отвергать Гипотезы 6, 10, 13 и 14. Заметим, что Гипотеза 11, согласно которой дивидендные выплаты и уровень долга компании связаны отрицательно, отвергается. Мы полагаем, что это является свидетельством того, что на российском рынке дивидендная политика отражает не финансовые решения компании, а интересы собственников. Другими словами, в российских компаниях дивидендная политика рассматривается не как часть финансовой политики.