

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Л. В. Алексеева, И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина

КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА: ИССЛЕДОВАНИЕ РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

Статья посвящена проблемам взаимосвязи дивидендной политики и структуры собственности в российских публичных компаниях. Связь концентрации собственности и дивидендной политики анализируется на примере российских акционерных обществ с двумя типами акций, торговавшихся в Российской торговой системе (РТС) в период с 2003 по 2009 г. Изучено влияние широкого ряда факторов, связанных с концентрацией собственности. Исследование позволяет сделать выводы о том, что концентрация собственности в компании оказывает влияние на политику выплаты дивидендов, причем существуют особенности данного влияния в отношении дивидендной политики по обыкновенным и привилегированным акциям.

Ключевые слова: дивиденды, корпоративное управление, акционерные общества, два типа акций, концентрация собственности.

ВВЕДЕНИЕ

Финансовая теория предлагает целый ряд объяснений целесообразности выплаты дивидендов, таких как сигнальная теория дивидендов, различие в налогообложении дивидендного дохода и дохода от роста стоимости акций. Аргументом в пользу необходимости дивидендных выплат, привлечшим наибольшее внимание с 1980-х гг. [La Porta et al., 2000], является то, что дивидендная политика помогает снизить агентский конфликт между менеджерами и акционерами компании. Согласно данной теории, если прибыль компании не выплачивается акционерам в форме дивидендов, то она может быть использована менеджерами в собственных интересах или инвестирована в неприбыльные проекты, которые обеспечивают личные выгоды для менеджеров. Именно поэтому акционеры компании в большинстве случаев предпочитают дивидендные выплаты накоплению нераспределенной при-

© Л. В. Алексеева, И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, 2011

были. Однако, как показывают проведенные исследования, на дивидендную политику компании воздействует множество факторов, и среди них важное место занимает правовая защита инвесторов в стране. Страны с британским правом характеризуются наибольшей степенью защиты прав акционеров и распыления корпоративной собственности, что не является характерным для стран континентального права [Муравьев, Березинец, Ильина, 2010]. В этих странах компании традиционно выплачивают большую долю прибыли в виде дивидендов, чем в государствах с гражданским правом. Это подтверждает действие теории агентских отношений, согласно которой инвесторы в странах с сильной юридической защитой их интересов лучше используют свои права, вынуждая компании выплачивать дивиденды.

Возрастание внимания к агентской проблеме и роли дивидендов в ее решении объясняется, в частности, ростом числа корпоративных скандалов, связанных с ущемлением прав акционеров, использованием менеджерами инсайдерской информации в целях личного обогащения. Корпоративные скандалы прогремели в последнее десятилетие по всему миру и выявили серьезные недостатки в системах корпоративного управления. Таким образом, изучение дивидендной политики как способа снижения агентской проблемы и факторов, оказывающих на нее влияние, является актуальным в целом и на российском рынке, например, ввиду существования таких обостряющих агентскую проблему факторов, как высокая концентрация собственности и слабая законодательная защита прав акционеров.

Существует ограниченное количество работ по данной проблематике на материалах российских компаний. Базой для настоящей работы, определенным образом восполняющей пробел в существующих исследованиях, послужили данные о компаниях, имевших два типа акций, которые одновременно торговались на бирже РТС с 2003 по 2009 г.

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

Принятие решений о выплате дивидендов или реинвестировании нераспределенной прибыли стало одной из основных задач корпоративного управления с момента выхода в свет знаменитой работы Линтнера, в которой изучались дивидендные выплаты 28 американских компаний за период с 1947 по 1953 г. [Lintner, 1956]. С начала 1980-х гг. в исследованиях появилось несколько подходов к выбору политики дивидендных выплат. В большей части работ изучалось влияние асимметрии информации между менеджерами и акционерами, а также ущемление прав миноритарных акционеров крупными собственниками [Bebczuk, 2003].

Дивиденды — это средство решения «проблемы свободного денежного потока» [Jensen, 1986]. Согласно Дженсену и Меклингу [Jensen, Meckling,

1976], агентские издержки возникают в том случае, если принимаемые менеджерами решения приводят к разрушению ценности компании и инвесторы вынуждены нести издержки мониторинга. Одним из механизмов, способных сократить агентские издержки, является уменьшение денежного потока, находящегося в распоряжении менеджеров. Наличие значительного свободного денежного потока ведет к тому, что менеджеры могут принимать больше инвестиционных проектов, даже с низким показателем чистой приведенной стоимости (NPV). Таким образом, зачастую более целесообразным является выплата излишних средств акционерам в виде дивидендов, чтобы избежать неэффективного с точки зрения максимизации ценности компании расходования этих средств. Истербрук [Easterbrook, 1984] отмечает, что дивиденды являются основным средством сокращения денежного потока, доступного менеджерам, и играют важную роль в решении агентской проблемы.

Еще одним аргументом в пользу выплаты дивидендов служит суждение о том, что фирмы выплачивают дивиденды, чтобы создать благоприятный имидж и избежать недооценки компании в ситуациях, когда фирма вынуждена привлекать внешний капитал. Увеличивая выплачиваемые дивиденды, компания должна идти на рынок капитала за привлечением средств для осуществления плановых инвестиций. Это приводит к тщательной оценке решений менеджмента потенциальными инвесторами, что также сокращает агентскую проблему.

Выплату прибыли в виде дивидендов поддерживает и поведенческая теория, предполагающая, что инвесторы предпочитают дивиденды доходу от роста стоимости инвестиций в силу определенных психологических характеристик или из-за разницы в налогообложении двух видов дохода. Определенные виды финансовых институтов, например трастовые и благотворительные фонды, а также индивидуальные инвесторы, могут предпочитать дивиденды из-за возможности тратить регулярно поступающие денежные потоки [Shefrin, Statman, 1984]. Вместе с тем если дивиденды облагаются большим налогом, чем доход с капитала, то инвесторы будут предпочитать более низкие дивидендные выплаты или их отсутствие [Брейли, Майерс, 2007]. Отсюда следует, что разные виды собственников в компании могут предпочитать различную величину выплачиваемых дивидендов.

Р. Ла Порта с соавторами [La Porta et al., 2000] в своей работе приводят две модели зависимости дивидендной политики от качества корпоративного управления, построенные на основе агентской теории: «результативную модель» (outcome model) и «модель замещения» (substitute model). В результативной модели дивидендных выплат дивиденды являются результатом эффективного корпоративного управления — фирмы выплачивают дивиденды, поскольку сильное корпоративное управление делает ущемление

прав акционеров сложнее, а акционеры успешно воздействуют на менеджеров с тем, чтобы они распределяли в виде дивидендов свободные средства. Согласно модели замещения, дивидендные выплаты заменяют в компании другие характеристики сильного корпоративного управления и защиты акционеров. Модель показывает, что компании со слабым корпоративным управлением, характеризующиеся нарушением прав акционеров на участие в управлении и прибыли компании, выплачивают дивиденды с целью создания репутации заботящейся об акционерах компании на тот случай, если ей понадобится привлечь капитал на внешнем рынке. Таким образом, политика выплаты дивидендов является ценным инструментом управления агентской проблемой.

АГЕНТСКИЙ КОНФЛИКТ В КОМПАНИЯХ С ДВУМЯ ТИПАМИ АКЦИЙ

Согласно исследованиям (см., напр.: [Shleifer, Vishny, 1997; La Porta et al., 2000]), пирамидальные структуры собственности, перекрестное владение, выпуск двух и более типов акций и другие механизмы, используемые с целью изменения пропорциональности в распределении риска и контроля в компании, являются источником агентских издержек. Данные инструменты способны увеличивать частные выгоды контроля и конфликт интересов между крупными и миноритарными акционерами, а значит, могут влиять на дивидендную политику компании. Р. Ла Порта [La Porta et al., 2000] называет выпуск двух типов акций одним из наиболее очевидных и распространенных способов «окапывания» менеджеров или акционеров.

В отношении выгод от выпуска двух типов акций среди исследователей не существует единого мнения. Основными причинами выпуска более одного типа акций являются избегание размывания собственности, т. е. привлечение дополнительного финансирования с рынка акций без необходимости снижать долю голосующих акций, принадлежащих акционерам, а также защита от враждебного поглощения. М. Партч [Partch, 1987], С. Гроссман и О. Харт [Grossman, Hart, 1988] в своих исследованиях нашли эмпирическое подтверждение гипотезы о том, что выпуск двух типов акций ведет к росту цен акций компании.

Однако, несмотря на наличие выгод от выпуска двух типов акций, негативная реакция инвесторов на данное событие также находит эмпирическое подтверждение. В компаниях, имеющих один тип акций, конфликт интересов возникает главным образом между менеджерами и акционерами [Jensen, Meckling, 1976]. В таких компаниях все акционеры имеют равные права на денежный поток и права голоса, различающиеся только в зависимости от величины принадлежащего акционеру пакета акций. В компаниях с двумя типами акций права на денежный поток и права голоса распределены между акциями неравномерно. Таким образом, конфликт интере-

сов в компаниях с двумя или более типами акций может являться более острым, чем в компаниях с одним типом акций.

Наличие в компании двух типов акций позволяет крупнейшему владельцу удерживать контроль над компанией через владение большей долей голосующих акций при отсутствии необходимости держать акции, закрепляющие право только на денежный поток. Таким образом, крупнейший акционер способен контролировать принятие решений в компании, при этом не возлагая на себя все бремя издержек. Это позволяет в большей степени извлекать выгоды за счет миноритарных акционеров, по сравнению с крупнейшими акционерами в компаниях с одним типом акций.

В соответствии с теорией «окапывания» и извлечения частных выгод контроля, в исследованиях Г. Джарелла и А. Поулсен [Jarrell, Poulsen, 1988], Б. Виллалонга и Р. Амита [Villalonga, Amit, 2008] эмпирически подтверждено наличие негативных эффектов выпуска двух типов акций. Такими эффектами являются падение производительности и рыночной ценности фирмы, ущемление прав миноритарных акционеров и др. Более того, в исследованиях на тему объединения двух типов акций эмпирически подтвержден рост ценности фирмы, рост продаж, повышение возможности привлечения как акционерного, так и заемного капитала, повышение качества корпоративного управления после объединения акций в один тип [Maury, Pajuste, 2007].

Свидетельством различной ценности разных типов акций для инвесторов, а значит, и различного правового положения владельцев этих акций служит разница в ценах акций разных типов, выпускаемых одним эмитентом. Согласно теории финансов, для того чтобы голосующие акции торговались по более высокой цене, чем акции без права на голос, необходимо, чтобы первые несли в себе ожидания больших выгод, или денежных потоков, чем другой тип акций. В большинстве исследований отмечена именно более высокая цена голосующих акций по сравнению с ценой акций, не обладающих правом голоса либо обладающих меньшим количеством голосов.

Существуют различные объяснения наличия разницы цен обыкновенных и привилегированных акций. Так, А. Дайк и Л. Зингалес [Dyck, Zingales, 2004] выделяют в качестве причины различия цен на два типа акций одного и того же эмитента борьбу за контрольный пакет акций, который может предоставить частные выгоды контролю лицу, контролирующему компанию. Согласно С. Гроссману и О. Харту [Grossman, Hart, 1988], голосующие акции торгуются с премией, если в компании существует борьба между сторонами за приобретение голосов. Голосующие акции имеют более высокую стоимость на рынке, так как при определенных условиях даже небольшая их доля может быть решающей в борьбе за контроль. Существует подход, согласно которому ущемление прав владельцев привилегированных акций ука-

зывается в качестве причины более низких цен привилегированных акций по сравнению с ценами обыкновенных акций эмитента [Muravyov, 2009].

Гоэтсманн с соавторами [Goetzmann, Spiegel, Ukhov, 2003] выделяют такие способы перенаправления денежного потока от владельцев привилегированных к владельцам обыкновенных акций, как: внесение изменений в корпоративный устав, уменьшающих денежный поток, который причитается владельцам привилегированных акций; метод свопов при слияниях и др.

В России два типа акций были введены в 1992 г. вместе с запуском программы приватизации. Данная программа предполагала три варианта приватизации государственных предприятий и сделала обязательным условием введение корпоративного устава для всех крупных государственных предприятий, предложенных в качестве объектов приватизации. Одним из способов приватизации являлось превращение государственных предприятий в компании с уставным капиталом, до 25% которого могли составлять привилегированные, или неголосующие, акции, которые бесплатно распределялись между работающими сотрудниками компании и работниками, вышедшими на пенсию.

Правовой статус двух типов акций был определен в уставе всех приватизированных компаний. При этом статус обыкновенных акций был схож со статусом обыкновенных акций большинства развитых стран — предоставление права голоса на общем собрании акционеров и права на дивиденды, размер которых не определен, — привилегированные акции имели определенную специфику.

С введением в действие в 1996 г. Федерального закона «Об акционерных обществах» права, предоставляемые привилегированными акциями, стали изменяться вместе с уставами компаний. Так, владельцам привилегированных акций больше не предоставлялось право вето, но в определенных случаях предоставлялось право голоса на общем собрании акционеров. Но поскольку доля привилегированных акций в уставном капитале не превышала 25%, то их владельцы не могли наложить запрет ни на одно из решений. Кроме того, закон больше не закреплял за владельцами привилегированных акций право на дивиденды в размере 10% от чистой прибыли, указывая лишь, что компании обязаны определить в уставе размер дивидендов на привилегированные акции в виде фиксированной суммы, процента от чистой прибыли компании либо в любой другой, четко определенной форме. С целью повышения уровня защиты прав миноритарных акционеров с 2001 г. в закон было внесено несколько важных изменений. Так, владельцам привилегированных акций было возвращено право вето.

Привилегированные акции имеют определенные преимущества перед обыкновенными. Однако отсутствие права голоса и возможность самой компании частично определять права привилегированных акций демон-

стрируют существенное неравенство между двумя классами акционеров и возможность экспроприации владельцев привилегированных акций владельцами обыкновенных акций.

КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА: ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В течение длительного времени эмпирические исследования по корпоративному управлению проводились в основном в компаниях с распыленной структурой собственности [Grossman, Hart, 1980]. Исследователи дивидендной политики фокусировались на влиянии акционера с контрольным пакетом акций на принятие решений о выплате дивидендов (см., напр.: [Jensen, Meckling, 1976; Shleifer, Vishny, 1986]). Однако во многих странах доминируют структуры собственности, при которых в компаниях присутствуют несколько крупных акционеров. Например, в Германии около четверти публично торгуемых компаний имеют двух или более акционеров с долей акций не менее 20% [Gomes, Novaes, 2005]. Согласно работам [Maury, Pajuste, 2002; Bebczuk, 2005], дивидендная политика таких компаний является результатом взаимодействия крупнейших акционеров: образования коалиций или борьбы крупнейших акционеров за влияние на принятие решений. Лишь с недавнего времени стали появляться исследования, изучающие категории и величину долей собственности крупнейших акционеров, а также влияние этой контролирующей группы на факт притеснения миноритарных акционеров.

Согласно исследованиям С. Гроссмана и О. Харта [Grossman, Hart, 1980], а также А. Шлэйфера и Р. Вишни [Shleifer, Vishny, 1986], именно крупные акционеры должны осуществлять мониторинг менеджмента. Присутствие крупного акционера в компании снижает «проблему безбилетника» (free rider problem), а поэтому сокращает агентские издержки. Акционеры с крупным пакетом акций обладают большими стимулами к осуществлению мониторинга менеджмента, поскольку выгоды от мониторинга значительно превышают затраты на его осуществление. Причем в более поздних работах Р. Ла Порты [La Porta et al., 2000] и А. Гомес [Gomes, 2000] утверждают, что в странах, в которых законодательство не способно обеспечить необходимую защиту внешним акционерам, решить агентскую проблему можно именно за счет высокой концентрации собственности.

Вместе с тем присутствие среди собственников компании акционера с крупным пакетом акций или контролирующего акционера может оказаться неблагоприятным для менее влиятельных заинтересованных сторон. Как утверждают А. Шлэйфер и Р. Вишни [Shleifer, Vishny, 1997], в ситуации, когда крупные акционеры получают почти полный контроль над фирмой, они начинают извлекать частные выгоды контроля, которые не разделяются миноритарными акционерами. Существует множество способов ущемления

прав миноритариев, среди которых М. Фачио, Л. Ланг и Л. Янг [Faccio, Lang, Young, 2001] особо выделяют низкие дивидендные выплаты.

Доля обыкновенных акций крупнейшего акционера. Как отмечалось, при реализации дивидендной политики конфликт интересов может возникать не только между менеджерами и акционерами, но и между крупнейшими акционерами и миноритарными акционерами. Ла Порта с соавторами [La Porta et al., 2000] представляют эмпирическое доказательство предположения о том, что дивидендные выплаты в исследованных ими странах соответствуют результативной модели (outcome model). Исследователи установили, что фирмы, ведущие бизнес в странах со слабой защитой прав миноритарных акционеров, платят более низкие дивиденды из-за более острой агентской проблемы между контролирующими и миноритарными акционерами, чем компании в тех странах, где инвесторы более защищены, например в Великобритании или США.

Для России характерны низкая степень защиты прав инвесторов, недостаток наработанной в компаниях практики применения законодательных норм, регулирующих корпоративное управление [Практики корпоративного управления..., 2011]. Таким образом, в российских компаниях предполагается наличие более острого конфликта между крупнейшими акционерами и миноритариями в области дивидендных выплат.

На основании проведенного анализа работ зарубежных и российских исследователей можно выдвинуть ряд гипотез.

Гипотеза 1. Увеличение концентрации обыкновенных акций в руках крупнейшего акционера будет приводить к уменьшению величины дивидендных выплат.

Доля обыкновенных акций, принадлежащих трем крупнейшим акционерам. Достаточно много эмпирических исследований проведено по проблеме влияния концентрации собственности в фирме на величину дивидендных выплат. Большинство исследователей нашли подтверждение результативной модели выплаты дивидендов. Так, Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002], изучая рынок Финляндии, выяснили, что доля обыкновенных акций в руках трех крупнейших акционеров имеет обратную связь с коэффициентом дивидендных выплат. Этот факт авторы рассматривают как доказательство наличия частных выгод контроля для крупнейших акционеров. Обратная зависимость между указанными показателями была выявлена и на рынках Великобритании [Khan, 2006], Японии [Harada, Nguyen, 2006], Чехии [Bena, Hanousek, 2008] и др. [Полугодина, Репин, 2009]. В то же время анализ рынка Гонконга показал отсутствие зависимости между долей обыкновенных акций в руках трех крупнейших акционеров с коэффициентом дивидендных выплат [Chen, Jian, 2005], а на примере компа-

ний Туниса обнаружена прямая зависимость между указанными факторами [Kouki, Guizani, 2008]. Предполагается, что в российских компаниях между показателем концентрации обыкновенных акций у трех крупнейших акционеров и величиной дивидендных выплат имеет место обратная взаимосвязь.

Гипотеза 2. Увеличение концентрации обыкновенных акций в руках трех крупнейших акционеров будет приводить к уменьшению величины дивидендных выплат.

Доля обыкновенных акций второго крупнейшего акционера. Б. Маури и А. Пажусте [Mauri, Rajuste, 2002] установили, что обратная связь концентрации голосующих акций и коэффициента дивидендных выплат определяется не только величиной доли обыкновенных акций крупнейшего акционера, но и долей второго крупнейшего собственника. Авторы выявили, что в компаниях Финляндии наличие второго по величине акционера с долей акций свыше 20% приводит к более низким дивидендным выплатам. Фаччио с соавторами [Faccio, Lang, Young, 2001] в результате изучения европейского и восточноазиатского рынков установили различное влияние второго крупнейшего акционера на проблему конфликта интересов на разных рынках. Исследователи утверждают, что присутствие второго крупнейшего акционера уменьшает агентский конфликт в европейских компаниях, тогда как наличие более одного крупного акционера усиливает конфликт интересов в восточноазиатских компаниях из-за склонности крупнейших акционеров к сговору. Такой же результат был получен К. Гултером и Б. Юртоглу [Gugler, Yurtoglu, 2001], которые утверждают, что коэффициент дивидендных выплат уменьшается с ростом доли обыкновенных акций крупнейшего акционера, в то время как размер доли второго крупнейшего акционера имеет прямую связь с величиной выплачиваемых дивидендов. Поскольку российский рынок имеет определенное сходство с европейским с точки зрения высокой концентрации собственности, предполагается, что доля обыкновенных акций второго по величине акционера будет иметь прямую связь с коэффициентом дивидендных выплат. В рамках исследования, проводимого для российских компаний, целесообразно рассматривать влияние второго крупнейшего акционера, владеющего, по крайней мере, блокирующим пакетом акций, т. е. более чем 25% обыкновенных акций. Такой пакет позволяет акционеру блокировать принятие решений, для которых требуется квалифицированное большинство голосов.

Гипотеза 3. Увеличение концентрации обыкновенных акций в руках второго по величине акционера будет приводить к увеличению объема дивидендных выплат.

Кроме того, разница в величине долей обыкновенных акций первого и второго крупнейших акционеров влияет на характер их взаимодействия

друг с другом и на величину выплачиваемых дивидендов. Поэтому выдвигается следующее предположение.

Гипотеза 4. Уменьшение разницы долей обыкновенных акций первого и второго крупнейших акционеров будет приводить к увеличению объема дивидендных выплат.

Наличие контролирующего акционера (50% + 1 акция). Наличие доли в 50% + 1 акция позволяет решать вопросы, которые не требуют квалифицированного большинства, поэтому такой пакет может давать практически полный контроль над компанией. В связи с этим возникает большая опасность ущемления прав миноритарных акционеров и извлечения частных выгод контролирующим акционером. Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002] выявили обратную зависимость между коэффициентом дивидендных выплат и наличием в компании контролирующего акционера, установив, что наличие контролирующего акционера может приводить к более низким дивидендным выплатам.

Гипотеза 5. Если в компании присутствует контролирующий акционер, то это будет приводить к уменьшению величины дивидендных выплат.

Соотношение долей привилегированных и обыкновенных акций крупнейшего акционера. Изучение влияния отношения доли привилегированных акций к доле обыкновенных акций, принадлежащих крупнейшему акционеру, на величину дивидендных выплат является малоизученной проблемой. Одними из немногих авторов, кто рассматривал данный вопрос, были М. Фаччио с соавторами [Faccio, Lang, Young, 2001] и Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002]. Авторы предположили, что разделение собственности и контроля за счет использования двух типов акций способно создать дополнительный агентский конфликт в фирмах, где крупнейшие акционеры пользуются значительной властью, удерживая малую долю привилегированных акций. Такое неравное соотношение долей двух типов акций позволяет крупнейшему акционеру сохранять контроль над принятием решений, не неся издержки в полной мере. Отсутствие связи между отношением доли привилегированных акций к доле обыкновенных акций крупнейшего акционера и величиной коэффициента дивидендных выплат на рынке Финляндии было объяснено тем, что, во-первых, крупнейшие акционеры попросту оберегают свою репутацию, не ущемляя интересов мелких акционеров, а во-вторых, преобладание доли обыкновенных акций над долей привилегированных акций у крупнейшего акционера является средством, которое гарантирует выплаты дивидендов за счет большого числа голосов в том случае, когда акционер предпочитает более высокие дивидендные выплаты.

Гипотеза 6. Крупнейшие акционеры, имеющие долю обыкновенных акций, превышающую долю привилегированных акций, будут стремиться к уменьшению дивидендных выплат.

Следует отметить, что практически ни по одному из представленных предположений о характере описанных взаимосвязей у исследователей не сформировалось единой позиции. Это вполне объяснимо. Особенности законодательства, уровень развития финансовых рынков, историческое становление корпораций, правовой статус владельцев разных типов акций приводят к различному влиянию концентрации собственности и конкретного типа акционера на политику дивидендных выплат.

МЕТОДОЛОГИЯ

Эконометрическое исследование, направленное на выявление характера влияния структуры собственности на дивидендную политику российских компаний с двумя типами акций, базируется на регрессионной модели вида (1):

$$\begin{aligned} Div_Payout_{it} &= \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 Z_{it} + \beta_4 \chi_{it} + u_{it}, \\ i &= 1, \dots, n; t = 1, \dots, T. \end{aligned} \quad (1)$$

Зависимая переменная Div_Payout_{it} характеризует величину коэффициента дивидендных выплат компании i в момент t . В уравнении (1) X_{it} — вектор переменных, характеризующих концентрацию обыкновенных акций в руках акционеров компании; Y_{it} — вектор переменных, характеризующих тип крупных акционеров компании; Z_{it} — переменная, определяющая структуру портфеля крупнейшего акционера; χ_{it} — вектор переменных, отвечающих за показатели финансово-экономического состояния компании; u_{it} — случайная величина. Все векторы и переменные имеют индекс it , показывающий, что эта информация измеряется для каждой компании i в момент времени t . В регрессионной модели: β_0 — неизвестная скалярная величина, $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_4$ — векторы неизвестных коэффициентов. Отметим, что данная модель является линейной по параметрам, однако векторы переменных включают в себя и нелинейные компоненты.

ДАННЫЕ И ВЫБОРКА

В выборку исследования вошли компании, которые торговались на бирже РТС с 2003 по 2009 г. и имели два типа акций. Всего с 2003 по 2009 г. таких компаний было 145. Итоговая панель составила 598 наблюдений. Условия включения компании в выборку были следующими: оба типа акций компании одновременно торгуются на бирже РТС, дивиденды

выплачиваются в денежной форме. Необходимые данные о структуре собственности компании и дивидендных выплатах были получены из квартальной отчетности эмитентов. Для сбора информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности, концентрации собственности, типе крупнейших собственников, величине выплачиваемых дивидендов и других данных об эмитентах были использованы электронные базы данных СКРИН и СПАРК.

В табл. 1 представлено описание переменных, использованных в регрессионных моделях.

Таблица 1

Описание переменных, используемых в регрессионном анализе

Переменная	Описание
1	2
<i>Зависимые переменные</i>	
<i>Div_Payout</i>	Коэффициент совокупных дивидендных выплат — переменная, характеризующая дивидендную политику компании. Величина <i>Div_Payout</i> рассчитывается как отношение общей суммы дивидендов за год, фактически выплаченных по обоим типам акций, к чистой прибыли фирмы по результатам года, за который выплачиваются дивиденды
<i>Ord_Payout</i>	Коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции рассчитывается как отношение фактически выплаченных за год дивидендов на обыкновенные акции к чистой прибыли фирмы по результатам года, за который выплачиваются дивиденды
<i>Pref_Payout</i>	Коэффициент дивидендных выплат на привилегированные акции рассчитывается как отношение фактически выплаченных за год дивидендов на привилегированные акции к чистой прибыли фирмы по результатам года, за который выплачиваются дивиденды
<i>Независимые переменные</i>	
Переменные, входящие в вектор <i>X</i>	
<i>Share_1</i>	Доля обыкновенных акций крупнейшего акционера
<i>Share_2</i>	Доля обыкновенных акций второго по величине акционера
<i>Share_3</i>	Доля обыкновенных акций, принадлежащая третьему по величине акционеру
<i>Conc_3</i>	Доля обыкновенных акций, принадлежащих трем крупнейшим акционерам
<i>Spread</i>	Разница в долях обыкновенных акций первого и второго крупнейших акционеров

1	2
<i>Control(d)</i>	Бинарная переменная, характеризующая наличие в компании контролирующего акционера. Ее значение равно 1, если в компании есть акционер с долей обыкновенных акций более 50%, и равно 0, если это не так
<i>Share_2(d)</i>	Бинарная переменная, характеризующая наличие в компании второго по величине акционера, владеющего, по крайней мере, блокирующим пакетом обыкновенных акций. Значение переменной равно 1, если доля обыкновенных акций второго по величине акционера составляет более 25%, и равно 0, если это не так
Переменная <i>Z</i>	
<i>Power_1</i>	Переменная, характеризующая структуру портфеля крупнейшего акционера. Значения переменной вычисляются как отношение доли привилегированных акций, принадлежащих крупнейшему акционеру, к принадлежащей ему доле обыкновенных акций
Переменные, входящие в вектор χ	
<i>Size</i>	Прокси-переменная, характеризующая размер компании и измеряемая как натуральный логарифм выручки
<i>ROA</i>	Рентабельность активов
<i>Leverage</i>	Переменная, характеризующая структуру капитала компании. Значения переменной вычисляются как отношение общего объема заемных средств компании к величине ее собственного капитала

Результаты описательной статистики переменных, использованных в эконометрическом анализе, приведены в табл. 2.

Как следует из табл. 2, среднее значение коэффициента совокупных дивидендных выплат за весь исследуемый период составляет 0,311, т. е. в среднем компании выборки выплачивали около 31% чистой прибыли в виде дивидендов. Первоначальный статистический анализ показал, что минимальное значение коэффициента дивидендных выплат составляло -0,401, так как в девяти наблюдениях компании выплачивали дивиденды, имея отрицательное значение чистой прибыли, а максимальное значение коэффициента дивидендных выплат составляло 2,393. Такие ситуации, когда значение коэффициента дивидендных выплат отрицательно или больше единицы, возможны в случаях, когда компания выплачивает дивиденды из ранее созданного резерва¹. При дальнейшем статистическом

¹ См.: [Об акционерных обществах, 1995, п. 2, ст. 42].

и эконометрическом анализе эти выбросы были удалены из рассмотрения.

Таблица 2

Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>Div_Payout</i>	0,311	0,681	0	1,934
<i>Ord_Payout</i>	0,236	0,606	0	2,901
<i>Pref_Payout</i>	0,078	0,099	0	0,982
<i>Share_1</i>	0,563	0,176	0,072	0,995
<i>Share_2</i>	0,159	0,092	0	0,449
<i>Share_3</i>	0,059	0,069	0	0,295
<i>Conc_3</i>	0,781	0,143	0,073	0,995
<i>Spread</i>	0,404	0,229	0	0,995
<i>Power_1</i>	0,156	0,585	0	1,915
<i>Size</i>	22,736	1,627	16	27,63
<i>Leverage</i>	201,167	711,693	0	2336,27
<i>ROA</i>	5,944	11,181	0	39,487

На рис. 1 представлена динамика среднего значения коэффициента дивидендных выплат за период с 2003 по 2009 г.

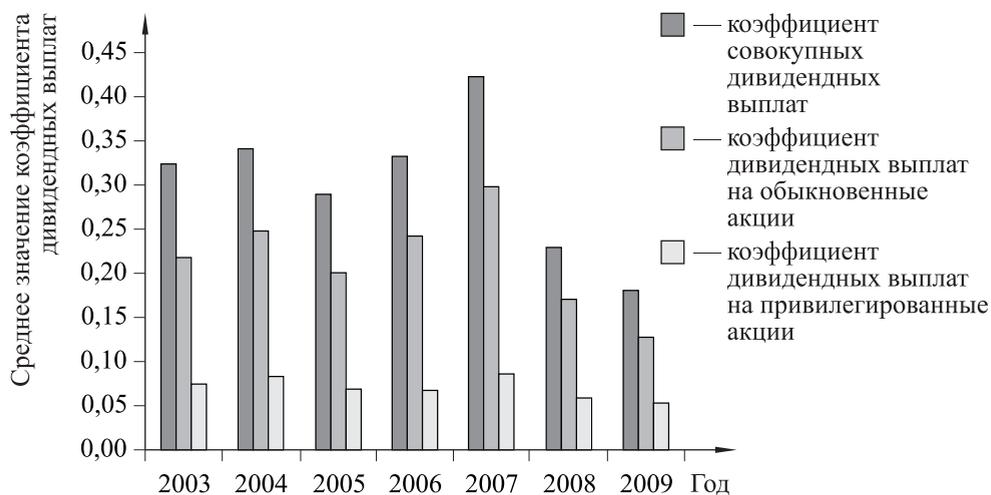


Рис. 1. Динамика среднего значения коэффициента дивидендных выплат по типам акций

Как видно из рис. 1, в 2003 и 2004 гг. среднее значение коэффициента совокупных дивидендных выплат на оба типа акций составляло около 33% от чистой прибыли компаний; затем, после небольшого снижения до 29% в 2005 г., эта величина увеличилась и в 2007 г. составила уже 42,2%. В следующие два года наблюдалось значительное падение среднего значения коэффициента дивидендных выплат: так, в 2009 г. он составил 18,2% от чистой прибыли компаний. Этот факт может быть обусловлен влиянием финансово-экономического кризиса. Коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции в целом повторяет динамику изменения величины коэффициента совокупных дивидендных выплат на оба типа акций; среднее значение коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции равно 23,6%. Средняя величина коэффициента дивидендных выплат на привилегированные акции составила 7,8% от чистой прибыли акционерного общества.

Из представленной описательной статистики следует, что российские компании с двумя типами акций характеризуются высокой концентрацией собственности, что согласуется с результатами исследований, ранее проведенных другими авторами (см., напр.: [Долгопятова, 2007]). Средняя величина доли обыкновенных акций, принадлежащих крупнейшему акционеру, равна 56,3%, т. е. крупнейшие акционеры держат в своих руках контрольный пакет акций. Средняя величина пакета обыкновенных акций, принадлежащая второму по величине акционеру, составляет 15,9%. При этом в среднем размер пакета обыкновенных акций крупнейшего акционера превышает размер пакета обыкновенных акций второго по величине акционера на 40,4%, что указывает на сильное влияние крупнейшего акционера на принятие решений в компании и таким образом — на потенциально слабую борьбу за контроль между двумя крупнейшими акционерами. Средняя доля обыкновенных акций третьего крупнейшего акционера равна 5,9%. При этом в 13,6% наблюдений в компании присутствует только один акционер с долей обыкновенных акций более 5%; в 48,3% наблюдений отсутствует третий по величине акционер с долей обыкновенных акций более 5%.

Из табл. 2 следует, что средняя величина отношения доли привилегированных акций, принадлежащих крупнейшему акционеру, к доле принадлежащих ему обыкновенных акций составляет приблизительно 0,16. При этом приблизительно в 40% наблюдений крупнейший акционер не имеет привилегированных акций компании. Это может указывать на то, что крупнейшие акционеры предпочитают права контроля правам на денежный поток, что, в свою очередь, может свидетельствовать о наличии частных выгод контроля для владельцев крупных пакетов обыкновенных акций.

Средняя величина доли обыкновенных акций, принадлежащей трем крупнейшим акционерам, составляет 78,1%. Кроме того, как следует из табл. 3, в среднем в 78% наблюдений эмитенты имели контролирующего собственника, а в 19% наблюдений — второго по величине собственника с долей обыкновенных акций свыше 25%.

Таблица 3

**Доля компаний, имеющих собственников —
владельцев контрольного и блокирующего пакетов акций**

Переменная	Доля
<i>Control(d)</i>	0,777
<i>Share_2(d)</i>	0,185

Анализ динамики средней величины дивидендных выплат (рис. 1) свидетельствует о значительном колебании величины коэффициентов дивидендных выплат по годам. При этом, как уже было отмечено, наибольшее колебание величин коэффициентов дивидендных выплат происходило в 2006–2009 гг.

Перед тем как перейти к анализу того, какие факторы концентрации собственности могут оказывать влияние на изменение величины дивидендных выплат в данный период, представим сравнительный анализ изменения основных характеристик концентрации собственности с 2006 по 2009 г. Это позволит выявить различия ключевых характеристик концентрации собственности между докризисным и посткризисным периодами.

В табл. 4 приведена описательная статистика переменных, характеризующих концентрацию собственности в 2006 и 2009 гг., а также результаты проверки гипотез о равенстве средних. Результаты анализа показывают, что в 2009 г. в среднем снизилась концентрация собственности в руках трех крупнейших акционеров, а также доля обыкновенных акций крупнейшего акционера. Доля обыкновенных акций второго по величине акционера в 2009 г. незначимо отличается от аналогичного показателя 2006 г. Однако возросла доля акций третьего крупнейшего акционера. Все это указывает на снижение дистанции между тремя крупнейшими акционерами, что подтверждает и значимое снижение показателя разницы долей первого и второго крупнейших акционеров. Кроме того, в 2009 г. по сравнению с 2006 г. на 32% снизилось число компаний, имеющих контролирующего акционера. Исходя из полученных результатов, можно предположить, что под воздействием кризисных явлений в экономике произошло сокращение дистанции между крупнейшими акционерами компании и, как следствие, могла либо возрасти борьба за контроль между крупнейшими акционерами, либо увеличиться возможность сговора между ними с целью извлечения частных выгод.

Описательная статистика переменных, характеризующих концентрацию собственности в 2006 и 2009 гг.

Переменная	2006 г.				2009 г.				Разница
	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум	
<i>Conc_3</i>	0,818	0,106	0,475	0,971	0,758	0,149	0,388	0,979	-0,060**
<i>Share_1</i>	0,601	0,131	0,199	0,960	0,485	0,207	0,073	0,967	-0,116**
<i>Share_2</i>	0,167	0,090	0	0,340	0,174	0,094	0	0,404	0,007
<i>Share_3</i>	0,046	0,056	0	0,195	0,092	0,087	0	0,295	0,046**
<i>Spread</i>	0,430	0,192	0,002	0,960	0,311	0,259	0	0,967	-0,120**

Примечание: символом ** обозначены результаты, значимые на 5%-м уровне.

Помимо сравнения переменных, представленного в табл. 4, нами был произведен следующий анализ динамики финансовых показателей. Было установлено значительное увеличение левериджа исследуемых компаний за данный период. Прирост среднего значения левериджа с 2006 по 2009 г. составил 140%. Такое изменение может быть обусловлено как ростом заимствований для финансирования текущей деятельности, так и снижением величины нераспределенной прибыли.

В целом компании выборки проводили дивидендную политику, направленную на распределение значительной части чистой прибыли в виде дивидендов акционерам (около 33% чистой прибыли в среднем по обыкновенным акциям, около 8% чистой прибыли — по привилегированным акциям).

Показатели динамики концентрации собственности, полученные за исследуемый период для компаний выборки, свидетельствуют о сохранении высокой концентрации собственности, однако отмечены различия среди компаний в отношении долей крупнейших акционеров, разницы между долями в капитале различных категорий акционеров. Следовательно, разница в политике выплаты дивидендов среди компаний выборки вкупе с данными о существенных различиях в структуре собственности позволили сделать предположение о наличии взаимосвязи между показателями концентрации собственности и дивидендной политикой, что и продемонстрировали представленные далее в работе результаты эконометрического анализа.

Таким образом, из описательной статистики, поведения величины коэффициентов дивидендных выплат, а также основных характеристик концентрации собственности следует, что в течение рассматриваемого периода значительно изменилась величина выплачиваемых компаниями дивидендов. При этом подверглись изменению также концентрация собственности ком-

паний и соотношение величины долей крупнейших акционеров, а значит, и характер их взаимодействия. Для того чтобы протестировать предположения о существовании и характере взаимосвязи между величиной выплачиваемых дивидендов и показателями концентрации собственности, был проведен регрессионный анализ.

РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА

В табл. 5 приведены результаты регрессионного анализа, в котором в качестве зависимых переменных использованы три вида коэффициента дивидендных выплат: коэффициенты совокупных дивидендных выплат на оба типа акций (*Div_Payout*), на обыкновенные акции (*Ord_Payout*) и привилегированные акции (*Pref_Payout*). Последовательное тестирование моделей по панельным данным дало основание считать, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватно описывает эмпирические данные.

Все модели, кроме представленной в столбце 9, статистически значимы. Значимыми во всех моделях оказались переменные *Share_3*, *Conc_3*, (*Conc_3*)². Переменная *Control(d)* значима в моделях, в которых зависимыми переменными являются: коэффициент дивидендных выплат на оба типа акций *Div_Payout* и коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции *Ord_Payout*. В модели (столбец 11), в которой зависимой переменной выступает коэффициент дивидендных выплат на привилегированные акции *Pref_Payout*, в отличие от остальных моделей, значимой является переменная, характеризующая долю обыкновенных акций, принадлежащих крупнейшему акционеру *Share_1*. Не все оценки параметров перед значимыми переменными имеют предполагаемые знаки. Так, оценка коэффициента при переменной *Control(d)* имеет положительный знак, тогда как в исследовании была выдвинута гипотеза о наличии обратной зависимости между величиной дивидендных выплат и наличием в компании контролирующего собственника.

Перейдем к анализу значимых переменных, характеризующих влияние концентрации собственности на коэффициент дивидендных выплат (табл. 5). Вопреки предположению о существовании взаимосвязи долей обыкновенных акций крупнейших акционеров с *Div_Payout* и *Ord_Payout*, переменные *Share_1* доли собственности крупнейшего акционера и *Share_2* доли собственности второго по величине акционера являются в моделях незначимыми (столбцы 1, 2, 6 и 7). Однако в модели с переменной *Pref_Payout* в качестве зависимой переменной (столбец 11) оценка коэффициента при переменной, характеризующей долю обыкновенных акций, принадлежащих крупнейшему акционеру *Share_1*, значима. Следовательно, можно принять предположение о существовании обратной взаимосвязи между концентрацией обыкновенных акций у крупнейшего акционера и величиной дивидендов, выплачиваемых на привилегированные акции.

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа

Вид коэф- фициента	Коэффициент дивидендных выплат														
	Div_Payout					Ord_Payout					Pref_Payout				
Перемен- ная	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Share_1	-0,146	0,012				-0,100	-0,007				-0,067**	-0,132			
Share_2	0,108	0,285				0,090	0,039				-0,038	0,024			
Share_3	-1,267***	-0,675				-0,914***	0,047				-0,206***	0,023			
(Share_1) ²		-0,179					-0,142					0,050			
(Share_2) ²		-0,659					0,047					-0,171			
(Share_3) ²		-3,270					-5,600*					-1,475**			
Conc_3			-2,249**	-0,352				-1,815**	0,185				-0,374**	-0,053	
(Conc_3) ²			1,551**	0,265				1,288**	-0,041				0,229*	0,012	
Spread			0,099	0,072				0,056	0,022				0,011	0,005	
Control(d)					0,175***					0,147***					0,012
Share_2(d)					0,018					0,069					0,008
Power_1				-0,039	-0,018				0,003	0,017				0,001	0,007
Size	0,078**	0,082**	0,065*	0,071*	0,095**	0,085***	0,090***	0,072**	0,077	0,096***	0,019***	0,019***	0,017**	0,019***	0,023***
Leverage	-0,0002**	-0,0002**	-0,0002**	-0,0002***	-0,0002***	-0,0001	-0,0001	-0,0001*	-0,0001*	-0,0001*	-0,00002*	-0,00002*	-0,00002*	-0,00002*	-0,00002*
ROA	-0,005**	-0,005**	-0,005**	-0,005**	-0,005**	-0,003*	-0,003*	-0,003*	-0,003	-0,003**	0,000	-0,000	0,000	-0,001	-0,001
Cons	-1,272	-1,403	-0,370	-1,178	-1,943**	-1,591**	-1,715**	-0,839	-1,643	-2,084***	-0,294*	-0,291*	-0,159	-0,317*	-0,452***
R ²	0,0111	0,0141	0,0056	0,0024	0,0124	0,0054	0,0088	0,0021	0,0001	0,0043	0,0021	0,0058	0,0012	0,0004	0
p-value	0,0002	0,001	0,0065	0,0461	0,0005	0,0015	0,0032	0,0128	0,1289	0,0006	0,0036	0,0042	0,011	0,0954	0,0237
N	551	551	551	541	542	519	519	519	509	510	514	514	514	504	505

Примечания: символами *, ** и *** обозначены переменные, значимые на 10%, 5%, 1%-м уровнях соответственно.

Также была выявлена статистически значимая связь между долей обыкновенных акций третьего по величине акционера *Share_3* и величиной коэффициентов дивидендных выплат. Отрицательная величина оценки коэффициента (столбцы 1, 6, 11) показывает, что данная переменная имеет обратную связь с тремя видами коэффициента дивидендных выплат. В отношении данной переменной в исследовании не было выдвинуто гипотезы, и переменная была введена с целью анализа связи, изученной в работе [Maury, Pajuste, 2002].

Была установлена статистически значимая нелинейная связь между совокупной долей обыкновенных акций, принадлежащих трем крупнейшим акционерам *Conc_3*, и величиной коэффициента дивидендных выплат как на оба типа акций, так и на обыкновенные и привилегированные акции в отдельности (столбцы 3, 8, 13). Анализ квадратичной функции (столбец 3) показывает, что рост концентрации обыкновенных акций у трех крупнейших акционеров от 7,3 до 73% влечет за собой уменьшение коэффициента дивидендных выплат на оба типа акций *Div_Payout*, а дальнейший рост концентрации на промежутке от 73 до 99,5% будет приводить к увеличению коэффициента дивидендных выплат. Аналогичный анализ квадратичной функции (столбец 8) показывает, что при изменении переменной *Conc_3* от 7,3 до 70,5% величина дивидендных выплат на обыкновенные акции *Ord_Payout* снижается; а если она изменяется на интервале от 70,5 до 99,5%, то это будет приводить к увеличению коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции. Кроме того, результаты анализа нелинейной функции (столбец 13) позволяют сделать вывод о том, что при концентрации обыкновенных акций от 7,3 до 81,7% рост концентрации обыкновенных акций у трех крупнейших акционеров будет приводить к уменьшению величины дивидендных выплат на привилегированные акции *Pref_Payout*. При этом увеличение концентрации обыкновенных акций на интервале от 81,7 до 99,5% будет приводить к увеличению объема дивидендных выплат на привилегированные акции.

Согласно полученным результатам (столбцы 5 и 10), существует статистически значимая связь между коэффициентами дивидендных выплат на оба типа акций *Div_Payout* и обыкновенные акции *Ord_Payout* и наличием в компании контролирующего акционера. На основании знаков оцененных коэффициентов можно сделать вывод о том, что в тех компаниях, где есть контролирующий акционер, величина дивидендных выплат на оба типа акций на 17,5% выше, а величина дивидендных выплат на обыкновенные акции на 14,7% выше, чем в тех компаниях, где контролирующего акционера нет.

Остальные показатели концентрации собственности — разница в долях обыкновенных акций двух крупнейших акционеров *Spread* и факт присутствия второго по величине акционера с блокирующим пакетом акций,

описываемый бинарной переменной *Share2(d)*, — оказались незначимыми во всех рассмотренных моделях.

Анализ моделей, в которых используется переменная *Power_1* (столбцы 4 и 5, 9 и 10, 14 и 15), характеризующая структуру портфеля крупнейшего акционера, не позволяет сделать вывод о возможном использовании крупнейшим акционером доли обыкновенных акций, превышающей долю привилегированных, для извлечения частных выгод контроля и снижения уровня выплачиваемых дивидендов. Как следует из результатов регрессионного анализа, данная переменная не является значимой.

Все контрольные переменные значимы в большинстве моделей, в которых зависимой переменной выступает либо коэффициент дивидендных выплат на оба типа акций *Div_Payout*, либо коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции *Ord_Payout*. Как и предполагалось, величина выплачиваемых дивидендов имеет прямую связь с размером компании и обратную связь с уровнем финансового левериджа. Следовательно, чем выше уровень долга по отношению к собственному капиталу, тем ниже уровень выплачиваемых дивидендов. Однако знак коэффициента при переменной *ROA* отличается от ожидаемого — *ROA* имеет обратную связь с величиной коэффициента дивидендных выплат. Оценки коэффициентов при показателях финансово-экономической деятельности компании значимы и сохраняют одинаковый знак во всех моделях.

В отличие от результатов для *Div_Payout* и *Ord_Payout*, из показателей финансово-экономической деятельности на величину дивидендных выплат по привилегированным акциям *Pref_Payout* значимо влияют только размер компании и уровень финансового левериджа. Значит, чем больше выручка компании, тем больший объем дивидендов на привилегированные акции в среднем выплачивает компания; и чем выше уровень долговой нагрузки, тем меньше дивидендов на привилегированные акции будет в среднем выплачивать компания. Между *Pref_Payout* и показателем рентабельности активов не было выявлено статистически значимой связи.

Таким образом, можно сделать вывод, что дивидендная политика по привилегированным акциям значительно отличается от дивидендной политики по обыкновенным акциям и определяется преимущественно показателями результатов деятельности компании и концентрацией собственности.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Результаты проведенного исследования позволяют сделать выводы о характере влияния концентрации собственности на дивидендную политику российских компаний с двумя типами акций и выявить особенности формирования дивидендной политики на обыкновенные и привилегированные акции.

Согласно многим исследованиям, показатели финансово-экономического состояния компании являются одними из основных факторов, определяющих величину дивидендных выплат компании. Такие авторы, как Гуглер и Юртоглу [Gugler, Yurtoglu, 2002] в Германии, Бебчук в Аргентине [Bebczuk, 2005], Ковалевски [Kowalewski, 2007] в Польше и др., отмечали наличие прямой взаимосвязи между коэффициентом дивидендных выплат и размером компании. Результаты, полученные в данной работе, согласуются с выводами исследователей и указывают на то, что больший размер компании ассоциируется с более высоким уровнем дивидендных выплат. Те же авторы отмечали существование обратной взаимосвязи между уровнем финансового левериджа компании и величиной коэффициента дивидендных выплат, что подтверждается и на российском рынке для компаний с двумя типами акций, согласно результатам исследования. Чем выше уровень долга по отношению к собственному капиталу, тем ниже уровень выплачиваемых дивидендов, что может быть связано с меньшим свободным денежным потоком вследствие необходимости выплачивать проценты по займам, а также с ограничениями, накладываемыми договорами займа на возможность производить дивидендные выплаты. При этом знак коэффициента при переменной рентабельности активов для российских компаний с двумя типами акций не совпадает с ожидаемым — *ROA* имеет обратную связь с величиной коэффициента дивидендных выплат, что отличается от результатов, полученных исследователями на зарубежных рынках [DeAngelo, Stulz, 2004]. Данный характер взаимосвязи может быть обусловлен тем, что компании с наибольшей рентабельностью активов в России склонны реинвестировать больше в дальнейшее развитие, поэтому в среднем выплачивают меньшую долю чистой прибыли в виде дивидендов.

Одним из основных факторов, который оказывает влияние на дивидендную политику компании, является концентрация собственности. Согласно Ла Порты [La Porta et al., 2000], фирмы, ведущие бизнес в странах со слабой защитой прав миноритарных акционеров, платят более низкие дивиденды из-за более острой агентской проблемы между контролирующими и миноритарными акционерами, чем в тех странах, где инвесторы более защищены. Подтверждение данной гипотезы было найдено на многих зарубежных рынках. Например, Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002] выявили, что в Финляндии увеличение концентрации собственности как крупнейшего акционера, так и трех крупнейших акционеров в совокупности ассоциируется с более низким коэффициентом дивидендных выплат. Учитывая высокую концентрацию собственности в российских компаниях с двумя типами акций, а также несовершенство российского законодательства в области защиты прав миноритариев, предполагалось, что *увеличение концентрации обыкновенных акций в руках крупнейших акционеров будет*

приводить к более низкой величине дивидендных выплат из-за извлечения частных выгод контроля крупнейшими акционерами. Однако в данном исследовании не было выявлено взаимосвязи между величиной совокупных дивидендных выплат на оба типа акций и величиной доли обыкновенных акций, принадлежащих крупнейшему, а также второму по величине акционеру. При этом коэффициент дивидендных выплат связан нелинейной функцией с концентрацией обыкновенных акций у трех крупнейших акционеров. Мы получили, что в компаниях, в которых концентрация обыкновенных акций у трех крупнейших акционеров растет от 7,3 до 73%, величина коэффициента дивидендных выплат в совокупности на оба типа акций будет снижаться; а дальнейший рост концентрации обыкновенных акций (на промежутке от 73 до 99,5%) будет приводить к увеличению коэффициента дивидендных выплат. Одной из гипотез исследования было предположение о том, что *наличие в компании контролирующего собственника будет приводить к уменьшению величины дивидендных выплат*. Ее подтверждение было найдено, к примеру, на рынке Финляндии [Maury, Rajuste, 2002]. Однако, согласно результатам данного исследования, компании, в которых есть акционер с контрольным пакетом обыкновенных акций, в среднем имеют коэффициент дивидендных выплат на 17,5% выше, чем компании без контролирующего собственника. Таким образом, выдвинутая гипотеза была отвергнута.

Для того чтобы обосновать полученный результат, отличающийся от результатов большинства рассмотренных исследований, была проанализирована идентичность контролирующего акционера в каждом наблюдении, где такой акционер присутствовал. Согласно проведенному анализу, около 74% контролирующих собственников представляют собой напрямую государство (3% наблюдений) либо государственные корпорации (71% наблюдений), которые предпочитают более высокий уровень дивидендных выплат как один из важнейших источников пополнения бюджета. Таким образом, именно тип контролирующего акционера объясняет прямую взаимосвязь факта его присутствия в компании с коэффициентом дивидендных выплат. Полученный результат демонстрирует особенность российского рынка, отличающегося от многих зарубежных рынков высокой долей участия государства в собственности компаний, преимущественно через государственные корпорации.

М. Фаччио с соавторами [Faccio, Lang, Young, 2001], Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Rajuste, 2002] являются одними из немногих исследователей, изучавших влияние структуры портфеля крупнейшего акционера на величину дивидендных выплат. Они предположили, что в фирмах, где крупнейшие акционеры владеют значительной долей голосующих и малой долей неголосующих акций, крупнейший акционер может удерживать контроль над при-

нятием решений, не неся их издержки полностью и создавая более острый конфликт интересов. Однако, как и на рынке Финляндии, в российских компаниях не была выявлена взаимосвязь между величиной дивидендных выплат и структурой портфеля крупнейшего акционера. Данный результат может объясняться правовым статусом привилегированных акций, выплата дивидендов по которым представляет собой обязательство для компании.

Для того чтобы глубже понять механизмы формирования дивидендной политики именно в компаниях с двумя типами акций, был проведен анализ влияния факторов концентрации собственности отдельно на величину дивидендных выплат на обыкновенные и привилегированные акции.

Основываясь на полученных результатах, можно сделать вывод о том, что характер взаимосвязи между факторами концентрации собственности и коэффициентом дивидендных выплат на обыкновенные акции значительно отличается от характера взаимосвязи данных факторов с дивидендными выплатами по привилегированным акциям. Установлена аналогичная взаимосвязь коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции с показателями финансово-экономического положения компании, нелинейная взаимосвязь с концентрацией собственности в руках трех крупнейших акционеров, прямая взаимосвязь с фактором, характеризующим факт присутствия контролирующего акционера. В то же время было выявлено, что большинство факторов концентрации собственности не оказывает значимого влияния на величину дивидендных выплат на привилегированные акции.

Однако получила эмпирическое подтверждение гипотеза о существовании обратной взаимосвязи между концентрацией обыкновенных акций в руках крупнейшего акционера и величиной выплачиваемых дивидендов. Такой результат может демонстрировать проявление агентской проблемы между мажоритарными и миноритарными акционерами, в соответствии с которой крупнейший собственник стремится сократить долю чистой прибыли, выплачиваемую в виде дивидендов на привилегированные акции, и использовать эту часть свободного денежного потока для извлечения частных выгод. Обратная взаимосвязь между коэффициентом дивидендных выплат на привилегированные акции и долей обыкновенных акций крупнейшего акционера может объясняться тем, что крупнейший акционер, как правило, не стремится к владению привилегированными акциями либо держит лишь небольшую их долю. Согласно данным описательной статистики, 77% крупнейших собственников не имеют в своем портфеле привилегированных акций; средняя величина доли привилегированных акций крупнейшего акционера составляет 6,8%. Обратная взаимосвязь между величиной дивидендов на привилегированные акции и концентрацией обыкновенных акций у крупнейшего акционера на первый взгляд противоречит результату о наличии прямой зависимости между величиной

как дивидендных выплат на обыкновенные акции, так и совокупных дивидендных выплат по обоим типам акций и наличием в компании акционера с контрольным пакетом акций. Данный результат также можно объяснить тем, что контролирующие собственники держат небольшие пакеты привилегированных акций компании: только 20% контролирующих акционеров владеют привилегированными акциями; при этом средняя величина доли привилегированных акций среди контролирующих собственников составляет 6,1% от привилегированных акций компании. Таким образом, крупнейшие собственники, очевидно, могут быть не заинтересованы в высоких дивидендных выплатах по привилегированным акциям.

Более того, следует отметить, что особенности формирования дивидендной политики на привилегированные акции могут объясняться правовым статусом привилегированных акций и особенностями регулирования дивидендных выплат на данный тип акций. Основным правом, закрепленным за владельцами привилегированных акций, является получение гарантированных дивидендов. При этом при невыплате дивидендов на привилегированные акции владельцы данного типа акций получают право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором было принято решение о невыплате дивидендов по привилегированным акциям.² Однако, как отмечают исследователи, данное право не способно полностью компенсировать невыплату дивидендов, поскольку инвесторы приобретают привилегированные акции для получения дивидендов: если для акционера право голоса важнее права на денежный поток, то, скорее всего, он стремится к приобретению обыкновенных акций. В связи с этим наличие обратной связи между долей обыкновенных акций крупнейшего акционера и величиной дивидендных выплат на привилегированные акции может объясняться тем, что обладатели крупного пакета акций могут извлекать выгоду из невыплаченных или выплаченных не полностью дивидендов на привилегированные акции. Во-первых, при невыплате дивидендов по привилегированным акциям существует возможность искусственно увеличить количество голосующих акций и изменить тем самым соотношение величин «конкурирующих пакетов акций» на общем собрании акционеров. Во-вторых, дивиденды по привилегированным акциям можно будет выплатить накануне очередного собрания акционеров, т. е. в течение года компания может свободно использовать денежные средства, предназначенные для выплаты дивидендов по привилегированным акциям; при этом увеличения числа голосующих акций на очередном общем собрании акционеров в таком случае не произойдет. Вместе с тем рост числа

² См.: [Об акционерных обществах, 1995, ст. 32].

голосов невыгоден для контролирующих собственников, поэтому они все же предпочитают выплачивать хотя бы минимальный размер дивидендов на привилегированные акции [Имущественные и неимущественные права акционеров, 2010].

Еще одним фактором, оказывающим влияние на дивидендную политику по привилегированным акциям, выступает размер выручки компании, который имеет прямую связь с коэффициентом дивидендных выплат на привилегированные акции. Действительно, как отмечают многие авторы, компании вынуждены увеличивать дивиденды на привилегированные акции при успешных результатах деятельности акционерного общества по итогам отчетного периода. Однако часто это происходит под давлением акционеров, аналитиков, и целями увеличения дивидендов на привилегированные акции, как правило, являются поддержание репутации компании и привлечение дополнительного капитала. Ярким примером увеличения дивидендов ради привлечения дополнительного капитала за счет выпуска новых привилегированных акций выступает увеличение дивидендов компанией «Ленэнерго» [Серов, 2010].

Итак, дивидендная политика по привилегированным акциям значительно отличается от дивидендной политики по обыкновенным акциям и определяется преимущественно показателями финансово-экономического положения компании и концентрацией собственности. Однако на величину дивидендных выплат по привилегированным акциям, в отличие от величины дивидендных выплат по обыкновенным акциям и величины совокупных дивидендных выплат, не влияет наличие контролирующего акционера, который по результатам проведенного анализа на 74% представлен государством или государственными корпорациями. Как отмечалось, контролирующие акционеры в среднем владеют малой долей привилегированных акций, поэтому могут быть не заинтересованы в увеличении дивидендов на привилегированные акции, так как они заинтересованы в дивидендах по обыкновенным.

На основании результатов исследования можно сделать вывод о том, что факторы концентрации собственности оказывают более явное влияние на величину дивидендных выплат по обыкновенным акциям, тогда как дивидендные выплаты по привилегированным акциям, которые определяются преимущественно результатами деятельности компании и решениями крупнейшего акционера, являются, с одной стороны, обязательством компании, схожим с обязательством по заемному капиталу, а с другой — средством манипулирования распределением голосующих акций среди крупнейших акционеров.

Все вышесказанное ставит вопросы и в отношении законодательной защиты прав владельцев привилегированных акций в целом, их ущемления

крупными акционерами компаний, являющихся собственниками обыкновенных акций. Представляется, что даже дальнейшие шаги по повышению уровня защиты прав инвесторов вряд ли снимут остроту этой проблемы. Только унификация типов акций, ведущая к уравниванию прав акционеров в отношении денежных потоков и прав голоса, приходящихся на одну акцию, может способствовать решению агентской проблемы в части, связанной с конфликтом интересов между владельцами разных типов акций.

Литература

- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. М. Барышниковой. М.: Олимп-Бизнес, 2007.
- Долгопятова Т. Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 3. С. 27–52.
- Имущественные и неимущественные права акционеров. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.perefid.ru/index.php?categories=144&articles=760>
- Муравьев А. А., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. Акционеры, менеджеры и наемные работники: эмпирический анализ взаимосвязей между корпоративным управлением и политикой фирм в сфере занятости. Московский общественный научный фонд: Серия «Научные доклады», 2010.
- Об акционерных обществах. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208–ФЗ.
- Полугодина В. В., Репин Д. В. Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 11. С. 20–35 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.ecsocman.edu.ru/data/397/288/1224/20_35_Polugodina_Repin.pdf
- Практики корпоративного управления в России: определение границ национальной модели. Экспертно-аналитический доклад. М.: Ассоциация менеджеров; КПИМГ, 2011.
- Серов А. Дивиденды на привилегированные акции могут значительно сократиться // ТКБ Капитал. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://subscribe.web-invest.ru/?f=4762>
- Bebczuk R. *Asymmetric Information in Financial Markets*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2003.
- Bebczuk R. *Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina* // Inter-American Development Bank Research Network. Working Paper N R-516. 2005.
- Bena J., Hanousek J. Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic // *Czech Journal of Economics and Finance*. 2008. Vol. 58. N 3–4. P. 106–130.
- Chen D., Jian M. Do Dividend Policies of Chinese Listed Firms Constrain or Facilitate Tunneling? An International Meeting of the American Accounting Association, 2005.
- DeAngelo H., Stulz R. Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity. Working Paper. 2004.

- Dyck A., Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison // *Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. N 2. P. 537–600.
- Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // *American Economic Review*. 1984. Vol. 74. P. 650–659.
- Faccio M., Lang L., Young L. Dividends and Expropriation // *American Economic Review*. 2001. Vol. 91. N 1. P. 54–78.
- Goetzmann W., Spiegel M., Ukhov A. Modelling and Measuring Russian Corporate Governance: The Case of Russian Preferred Common Shares. Working Paper N 9469. National Bureau of Economic Research, Cambridge. 2003.
- Gomes A. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects // *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. N 2. P. 615–646.
- Gomes A., Novaes W. Sharing of Control versus Monitoring as Corporate Governance Mechanisms. Working Paper N 01-029. Pennsylvania Institute for Economic Research, 2005.
- Grossman S., Hart O. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation // *Bell Journal of Economics*. 1980. Vol. 11. N 1. P. 42–64.
- Grossman S., Hart O. One Share, One Vote, and the Market for Corporate Control // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 20. N 1/2. P. 175–202.
- Gugler K., Yurtoglu B. Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany. Working Paper. University of Vienna, 2001.
- Harada K., Nguyen P. Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan. Working Paper Series. 2006.
- Jarell G., Poulsen A. Dual-Class Recapitalizations as Anti-Takeover Mechanisms: The Recent Evidence // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 20. N 1/2. P. 129–152.
- Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76. P. 323–329.
- Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360.
- Khan T. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. Working Paper. Oxford: Nuffield College, 2006.
- Kouki M., Guizani M. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market // *European Journal of Scientific Research*. 2008. P. 42–53.
- Kowalewski O. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. Working Paper. 2007.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Agency Problems and Dividend Policies around the World // *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. N 1. P. 1–33.
- Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // *American Economic Review*. 1956. Vol. 46. N 2. P. 97–113.
- Maury C. B., Pajuste A. Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland. Swedish School of Economics and Business Administration. Working Paper: 15-45. 2002.
- Maury C. B., Pajuste A. Private Benefits of Control and Dual – Class Share Unification. Swedish School of Economics and Business Administration. Working Paper. 2007.
- Muravyov A. Dual Class Stock in Russia: Explaining a Pricing Anomaly // *Emerging Markets Finance & Trade*. 2009. Vol. 45. N 2. P. 21–43.

- Partch M.* The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth // *Journal of Financial Economics*. 1987. Vol. 18. N 2. P. 313–339.
- Shefrin H., Statman M.* Explaining Investor Preferences for Cash Dividends // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. N 2. P. 253–282.
- Shleifer A., Vishny R.* Large Shareholders and Corporate Control // *The Journal of Political Economy*. 1986. Vol. 94. N 3. P. 461–488.
- Shleifer A., Vishny R.* A Survey on Corporate Governance // *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. N 2. P. 737–783.
- Smith C., Watts.* The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies // *Journal of Financial Economics*. 1992. Vol. 32. N 3. P. 263–292.
- Zingales L.* What Determines the Value of Corporate Control? // *Quarterly Journal of Economics*. 1995. Vol. 110. N 4. P. 1047–1073.

Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице
The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

- Brejli R., Majers S.* Printsipy korporativnykh finansov / Per. s angl. N. M. Baryshnikovoj. M.: Olimp-Biznes, 2007.
- Dolgopyatova T. G.* Empiricheskij analiz korporativnogo kontrolya v rossijskikh kompaniyakh: kogda krupnye aktsionery otkhodyat ot ispolnitel'nogo upravleniya? // *Rossijskij zhurnal menedzhmenta*. 2007. T. 5. № 3. S. 27–52.
- Imushestvennye i neimushestvennye prava aktsionerov.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.perefid.ru/index.php?categories=144&articles=760>
- Murav'ev A. A., Berezinets I. V., Il'ina Yu. B.* Aktsionery, menedzhery i nayomnye rabotniki: empiricheskij analiz vzaimosvyazej mezhdru korporativnym upravleniem i politikoj firm v sfere zanyatosti. Moskovskij obshhestvennyj nauchnyj fond: Seriya «Nauchnye doklady», 2010.
- Ob aktsionernykh obshhestvakh.* Federal'nyj zakon ot 26 dekabrya 1995 g. № 208-FZ.
- Polugodina V. V., Repin D. V.* Empiricheskoe modelirovanie dividendnoj politiki rossijskikh kompanij // *Korporativnye finansy*. 2009. № 11. S. 20–35 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.ecsocman.edu.ru/data/397/288/1224/20_35_Polugodina_Repin.pdf
- Praktiki korporativnogo upravleniya v Rossii: opredelenie granits natsional'noj modeli.* Ekspertno-analiticheskij doklad. M.: Assotsiatsiya menedzherov, KPMG, 2011.
- Serov A.* Dividendy na privilegirovannye aktsii mogut znachitel'no sokratit'sya // *TKB Kapital*. 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://subscribe.web-invest.ru/?f=4762>

Статья поступила в редакцию 20 сентября 2011 г.