

# НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

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

## ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Статья\* является продолжением исследования, посвященного влиянию концентрации и структуры собственности на дивидендную политику публичных компаний. Изучается влияние типов собственников на политику в области дивидендов. Анализ проводится на выборке российских компаний с двумя типами акций за период с 2003 по 2009 г. Сделаны выводы о характере влияния определенных типов собственников на выплаты дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям.

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

### СОБСТВЕННИКИ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА: ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

В течение последних десятилетий в фокусе исследований в области финансов и корпоративного управления находится дивидендная политика, взаимосвязанная с агентской проблемой в компании. Агентские конфликты могут проявляться различным образом, затрагивая многие стороны корпоративных отношений и разные группы стейкхолдеров — акционеров и менеджеров, акционеров и кредиторов, менеджеров и наемных работников. Решения в области дивидендов выступают важной частью финансовой политики компании и представляют собой решения по выплате части прибыли и свободного денежного потока акционерам компании. Таким образом, при наличии выбора — выплачивать дивиденды или направлять ресурсы на развитие компании посредством вложения средств в инвестиционные проекты — необходимо взвешенно подходить к данной проблеме, стараясь соблюдать интересы разных заинтересованных сторон. Структура и концен-

---

\* Начало статьи см. в [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011].

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

трация собственности как один из механизмов корпоративного управления, направленных на урегулирование агентской проблемы, снижение агентских издержек, оказывает влияние на принятие решений в области дивидендов. Как отмечается в работе [La Porta et al., 2000], дивиденды являются идеальным инструментом для ограничения экспроприации миноритарных акционеров, так как гарантируют выплаты собственникам пропорционально имеющимся акциям, не допуская концентрации богатства в руках контролирующих акционеров. М. Розефф [Rozeff, 1982] подчеркивает, что дивидендные выплаты увеличивают издержки внешнего финансирования, сокращая при этом издержки от оппортунизма менеджеров.

Важные аспекты, связанные с влиянием концентрации собственности на дивидендную политику, были подробно рассмотрены в статье [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Теоретические исследования и практика бизнеса показывают, что не только концентрация корпоративной собственности в руках крупнейших акционеров влияет на особенности формирования дивидендной политики компании, но и *тип* акционеров оказывает важное воздействие на решения компаний в области дивидендных выплат (см., напр.: [La Porta et al., 2000; Faccio, Lang, Young, 2001; Kouki, Guizani, 2008; Bebczuk, 2005] и др.).

Существуют различные подходы к анализу склонности менеджеров-инсайдеров к выплате дивидендов. Дивидендная политика, предполагающая большой размер выплат акционерам, ведет к уменьшению свободного денежного потока, которым располагают менеджеры и который может быть направлен на неэффективные проекты с отрицательным значением чистой настоящей стоимости (*net present value* — NPV). В условиях, когда компания находится в стабильном финансовом положении, значительная часть прибыли, которая могла бы быть направлена на дивиденды, «резервируется» менеджерами в специальных внутренних фондах, использующихся в случае возникновения убытков [Fudenberg, Tirole, 1995].

Вместе с тем, согласно агентской теории, можно предположить стремление менеджеров к сглаживанию конфликтов с акционерами, в том числе за счет дивидендной политики. Менеджеры могут быть не склонны к сокращению дивидендов, а скорее — к поддержанию их на определенном стабильном уровне. Они даже готовы прибегнуть к внешним займам с целью поддержки выплаты дивидендов. По мнению менеджеров, издержки таких заимствований ниже, чем возможные издержки, которые могут возникать при уменьшении дивидендных выплат [Brav et al., 2005]. Выплата дивидендов дисциплинирует менеджеров, так как они мотивированы реакцией рынка капиталов, которая во многом определяется дивидендами, выплачиваемыми на акции компании. Таким образом, можно сказать, что дивиденды заставляют менеджеров действовать в ин-

тересах акционеров, в противном случае последствия могут быть весьма неблагоприятными для лиц, управляющих компанией.<sup>1</sup> В работах [Lang, Litzenberger, 1989; Agrawal, Jayaraman, 1994] представлены свидетельства того, что дивиденды служат ограничением для менеджеров в неэффективном использовании свободных денежных потоков и таким образом соблюдаются интересы акционеров.

О стремлении менеджеров к снижению уровня агентских конфликтов косвенно свидетельствуют и результаты исследований, посвященных взаимосвязи структуры собственности и структуры капитала. Так, в работах [Leland, Pyle, 1977; Berger, Ofek, Yermack, 1997] отмечается прямая взаимосвязь между долей собственности менеджеров и уровнем долговой нагрузки. Следовательно, менеджеры стремятся к увеличению долга и снижению доли акционерного капитала.

Имеется целый ряд исследований, в которых представлено эмпирическое подтверждение гипотезы о влиянии на дивидендную политику собственников-инсайдеров. Так, в [Truong, Heaney, 2007; Short, Zhang, Keasey, 2002] выявлена обратная связь между долей собственности, принадлежащей менеджменту компании, в частности генеральному директору, и размером дивидендных выплат.

Однако в целом собственность в руках инсайдеров рассматривается как способ снижения агентских конфликтов [Theis, Dutta, 2009]. Теория «окапывания» предполагает нелинейную зависимость между долей инсайдеров в капитале компании и дивидендными выплатами (U-образная зависимость) [Schooley, Barney, 1994]. Согласно данной теории, связь между долей собственности инсайдеров и величиной выплачиваемых дивидендов сначала является прямой, а при достижении определенного уровня собственности инсайдера меняется на обратную. Дж. Фаринха [Farinha, 2005] эмпирически установил, что изменение направления зависимости происходит в точке, соответствующей доле собственности менеджера, равной 30%. Данное свидетельство является вполне оправданным. При незначительной доле инсайдеров в капитале компании агентские издержки, связанные с невыплатой или выплатой низких дивидендов, могут быть высоки. В случае когда инсайдеры обладают высокой долей собственности, агентская проблема не имеет зна-

---

<sup>1</sup> В этой связи показателен пример компании Chrysler, которая в 1994–1995 гг. столкнулась с проявлением недовольства акционеров дивидендной политикой, что переросло в серьезный конфликт. После безуспешных попыток убедить менеджмент выплатить 6,6 млрд долл. акционерам в качестве дивидендов акционер К. Керкорян организовал борьбу доверенностей (proxy fight) и попытался предпринять поглощение компании. Несмотря на то что поглощение и смещение менеджмента не состоялись, компания повысила размер квартальных дивидендов [Lease et al., 2000].

чительного проявления, и выгоды выплаты дивидендов с точки зрения снижения агентских издержек для таких компаний гораздо ниже [Rozeff, 1982]. Таким образом, собственники могут направлять значительную долю средств на развитие компании, что и является их основным интересом.

В то же время оправдана и другая позиция — в случае если инсайдеры топ-менеджеры являются крупными собственниками, они могут быть склонны направлять прибыль на выплату дивидендов, так как при этом возрастает их текущий доход. Подтверждением тому служат результаты исследования А. Дутта с соавторами [Dutta, Collins, Wansley, 2004] на примере дивидендной политики в банках — при низком уровне собственности у инсайдеров размер дивидендов низкий, а при высоком показателе доли собственности величина дивидендных выплат повышается.

Если влияние собственника-менеджера на величину выплачиваемых дивидендов является достаточно изученной областью, то значительно реже в академической литературе встречаются исследования, в которых влияние типов собственников на дивидендную политику рассматривается под другим углом зрения, а именно с позиции влияния собственников как субъектов экономических отношений — государства, финансовых институтов, частных инвесторов и др.

В эмпирических исследованиях рынков Западной Европы, Азии, Африки, Латинской Америки, где концентрация собственности является высокой (см., напр.: [La Porta et al., 2000; Faccio, Lang, Young, 2001; Kouki, Guizani, 2008; Bebczuk, 2005] и др.), отмечается, что агентская проблема между крупными и миноритарными акционерами стоит не менее остро, чем между собственниками и менеджерами, и тип крупнейших акционеров также способен оказывать влияние на дивидендную политику.

К. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002] подчеркивают, что в Финляндии концентрация собственности в руках частных инвесторов и семей ведет к более высоким дивидендным выплатам. К подобным выводам приходит и Сетиа-Атмайя, исследовавший дивидендную политику в австралийских компаниях, контролируемых семьями: в таких фирмах наблюдается более высокий уровень финансового рычага и коэффициента дивидендных выплат, чем в схожих компаниях с другой структурой собственности. Более того, результаты анализа свидетельствуют, что позитивный эффект, который оказывает семейная собственность на дивидендную политику, достигается благодаря более высокой доле независимых директоров в таких компаниях [Setia-Atmaja, 2010].<sup>2</sup> В то же время С. Анджельдорф и К. Новиков

---

<sup>2</sup> Данное наблюдение является свидетельством важной роли независимых директоров в принятии решений о дивидендах. Однако эта проблема выходит за рамки настоящего исследования.

[Angeldorff, Novikov, 1999] отмечают, что в Швеции фирмы с крупнейшими собственниками — частными инвесторами — платят более низкие дивиденды.

Влияние государства как крупного собственника на величину дивидендов является неоднозначным. В работе [Bradford, Zhu, 2005] выявлено, что в Китае величина дивидендов на акцию выше в фирмах, в которых государство не имеет большой доли собственности, и, наоборот, значительно ниже в компаниях, контролируемых государством. Это связано с тем, что компаниям, не контролируемым государством, получить заемный капитал гораздо сложнее в связи с тем, что банки, как правило, находятся под контролем государства. Поэтому такие компании платят больше дивидендов, чтобы иметь хороший имидж и привлекать иностранный капитал.

Результаты исследований, посвященных взаимосвязи между дивидендной политикой и собственниками — институциональными инвесторами, также противоречивы. С одной стороны, при наличии крупных институциональных акционеров, являющихся дополнительным механизмом мониторинга, дивиденды не играют большой роли в снижении агентских издержек [Easterbrook, 1984]. С другой стороны, данная группа акционеров может быть заинтересована в более высоких дивидендных выплатах с целью усиления мониторинга менеджмента со стороны рынка капиталов, особенно в случае, если собственники рассматривают их собственные усилия по мониторингу недостаточными или связанными с высокими издержками [Farinha, 2003]. По мнению Ф. Гула [Gul, 1999], поскольку государственная собственность схожа по характеру с институциональной, постольку данные аргументы могут действовать и для случая, когда крупным собственником является государство. В работе [Khan, 2006], изучающей рынок Великобритании, был сделан вывод о наличии прямой связи между долей акций, принадлежащих институциональным инвесторам, и величиной дивидендов. Это может объясняться тем, что финансовые институты подлежат строгому регулированию контролирующими органами, поэтому стороны, контролирующей фирму, менее склонны к извлечению частных выгод контроля. Дивидендная политика в компаниях, контролируемых банками, как правило, не направлена на выплату высоких дивидендов, которые могут поставить под сомнение возможность погашения долговых обязательств и создать в компании угрозу банкротства [Gugler, 2003].

Ввиду противоречивости существующих результатов исследований и дискуссионности самой проблемы, связанной с влиянием структуры собственности на дивидендную политику компании, а также практическим отсутствием подобных исследований в России изучение влияния типов собственников на выплату дивидендов весьма актуально. Такое исследование и приведено в настоящей работе.

## ТИП СОБСТВЕННИКА И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА: ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Рассмотрим основные категории крупнейших собственников, оказывающих влияние на формирование дивидендной политики. Основываясь на различных критериях классификации, в исследованиях выделяют следующие типы собственников: семьи и индивидуальные частные инвесторы, менеджеры, советы директоров, нефинансовые компании, финансовые институты, государство, иностранные инвесторы, оффшорные компании. Поскольку в России семьи и индивиды, как правило, не являются крупными инвесторами, то в настоящей статье авторы не изучают отдельно влияние доли акций, принадлежащих данным категориям инвесторов, на дивидендные выплаты.

**Иностранные инвесторы.** К. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002] отмечают прямую связь величины доли обыкновенных акций иностранных инвесторов с коэффициентом дивидендных выплат. Д. Бокпин [Bokpin, 2011] обнаружил прямую связь между долей собственности иностранных инвесторов и величиной дивидендных выплат на выборке компаний Ганы, где доля данной категории собственников в публичных компаниях составляет в среднем около 32%. В то же время Дж. Кумар [Kumar, 2003] не нашел подтверждения наличия такой взаимосвязи для индийских компаний, где также велика доля иностранных акционеров.

На российском рынке вследствие особенностей налогообложения иностранные инвесторы также могут предпочитать дивидендные выплаты доходу от прироста капитала. Данное предположение основано на разнице в налогообложении дивидендов и дохода от продажи акций для инвесторов-нерезидентов. В России налог на доходы в виде дивидендов исчисляется по ставке 15% для юридических лиц, не являющихся налоговыми резидентами РФ, и по ставке 30% для нерезидентов. При этом налог на прибыль юридических лиц-нерезидентов составляет 20%, физических лиц-нерезидентов — 30% [Налоговый кодекс..., 1998, ст. 214, 224, 284]. В связи с тем, что в числе крупных собственников компаний выборки физических лиц-нерезидентов не зарегистрировано, предполагается, что доля обыкновенных акций иностранных инвесторов будет иметь прямую связь с коэффициентом дивидендных выплат вследствие более низкого налогообложения дивидендов.

*Гипотеза 1. Увеличение доли обыкновенных акций, принадлежащих иностранным инвесторам, будет приводить к увеличению объема дивидендных выплат.*

**Оффшорные компании.** В последние годы значительная доля собственности российских фирм принадлежит компаниям, зарегистрированным в оффшорных зонах, таких как Республика Кипр, Британские Виргинские острова, Республика Мальта, Княжество Монако и др. По данным Росстата,

в первом полугодии 2010 г. около половины всех инвестиций из России, накопленных за рубежом, составляли инвестиции в экономики Кипра, Нидерландов, Швейцарии и Виргинских островов [Сколько денег..., 2010]. При этом доля оффшоров в собственности российских компаний возрастает с каждым годом.

Как известно, оффшоры, и в частности оффшорные холдинги, широко используются с целью осуществления налоговой оптимизации. При выплате дивидендов, процентов и других платежей российской компанией в пользу лиц, зарегистрированных в регионах, не имеющих соглашений с Россией об устранении двойного налогообложения, либо при осуществлении такими фирмами платежей российской компании доход облагается двумя типами налога: налогом на прибыль компании и налогом на дивидендный доход. В то же время существует ряд стран, с которыми Россия имеет соглашения об устранении двойного налогообложения: Кипр, Великобритания, Швейцария, Нидерланды; при этом для оффшорных зон характерно либо отсутствие налогообложения, либо применение льготных налоговых ставок. Например, на Британских Виргинских островах все налоги заменены уплатой единого регистрационного взноса, который составляет около 1 тыс. долл. США [Размеры налогов оффшоров, 2011], т. е. компания фактически не несет никакой налоговой нагрузки.

Российские компании могут использовать дивиденды с целью вывода финансовых средств за границу, поэтому можно предположить, что в случае наличия в составе собственников оффшорных компаний выплачиваются более высокие дивиденды [Полугодина, Репин, 2009].

Так, при перечислении дивидендов оффшорной компании, зарегистрированной, к примеру, на Британских Виргинских островах, где отсутствует налогообложение, российская компания должна удержать только 15% от суммы, согласно п.п. 2 п. 3 ст. 284 Налогового кодекса РФ (НК РФ). Однако еще более выгодна ситуация, когда компания зарегистрирована на Кипре: по соглашению между Россией и Кипром при выплате дивидендов кипрской компании российская фирма будет обязана удержать налог на прибыль, который составит лишь 5–10% в зависимости от доли участия кипрской фирмы в капитале российской компании [Оффшорная схема..., 2011].

Кроме того, российские компании зачастую используют оффшорные предприятия в качестве источника заемного капитала, поэтому могут выплачивать меньше дивидендов в связи с существованием займов. Подобные операции выгодно осуществлять с теми странами, с которыми у России существуют соглашения об устранении двойного налогообложения, например с Кипром. Так, по условиям соглашения с Кипром проценты, получаемые кипрской компанией от кредитов российской компании, не подлежат налогообложению на территории России, тогда как налог на прибыль на Кипре

составляет лишь 10%. При этом, используя более сложные схемы, например с участием компании, зарегистрированной в оффшоре, помимо кипрской компании, данный налог можно снизить еще в большей степени.

Российской компании может быть более выгодно перечислять оффшорному собственнику денежные средства за оказанные услуги, что позволяет уменьшать налогооблагаемую базу по налогу на прибыль в России, эффективнее управлять приобретенной недвижимостью и другой собственностью, снижать налогообложение по процентам за кредит и роялти. При этом большинство операций может быть проведено конфиденциально. Значит, российские компании, имеющие в составе акционеров оффшоры, могут выплачивать более низкие дивиденды с целью перевода денежных средств в оффшорные зоны и осуществления налоговой оптимизации.

Таким образом, существуют различные позиции выплаты дивидендов компаниями, принадлежащими оффшорным предприятиям, что делает актуальной проверку гипотезы о влиянии данной категории собственников на дивидендную политику.

*Гипотеза 2. Если в компании есть акционер — оффшорная компания, владеющая не менее 15% обыкновенных акций, то компания будет иметь более низкие дивидендные выплаты.*

При выдвижении данной и последующих гипотез за минимальное значение доли капитала, которой владеет один из крупнейших акционеров определенного типа, принимается 15%. Согласно ряду зарубежных исследований (см., напр.: [Maury, Rajuste, 2002; Farinha, 2005]), в качестве крупного рассматривается пакет обыкновенных акций не менее 20%. Однако, с нашей точки зрения, специфика российского рынка такова, что крупный пакет акций можно определить как долю капитала величиной не менее 15%, поскольку начиная с этой доли акционер получает значительные права при формировании совета директоров. Согласно российскому корпоративному законодательству, обладание пакетом акций в 15% фактически может гарантировать его владельцу проведение своего представителя в совет директоров. Для открытого акционерного общества с числом акционеров более 1 тыс. совет директоров должен иметь в составе не менее 7 членов, с числом акционеров более 10 тыс. — не менее 9 членов [Об акционерных обществах, 1995, п. 3, ст. 66]. Поэтому в первом случае для проведения в совет директоров своего представителя акционер должен обладать приблизительно 14,21% голосов, а во втором случае — около 11,1%. Таким образом, 15%-й пакет акций позволяет влиять на решения, принимаемые советом директоров, в том числе в области дивидендной политики.

**Нефинансовые компании и финансовые институты.** Многолетняя и непрерывная история дивидендных выплат является надежным показателем



способности компании к получению стабильного дохода и создания ценности для акционеров, поэтому данные характеристики используются при выборе объектов инвестирования. Однако стоит отметить, что финансовые институты больше заинтересованы в стабильности и постепенном росте дивидендов, который повышает стоимость акций, чем в высоких дивидендах при сильном колебании цены акций [Brealey, Myers, 2003]. Подтверждение гипотезы о наличии прямой связи между долей акций, принадлежащих институциональным инвесторам, и величиной дивидендов было найдено на рынке Великобритании [Khan, 2006]. В работе [Abdelsalam, El-Masry, Elsegini, 2008] также сделан вывод о том, что при наличии среди крупнейших акционеров институциональных инвесторов компании более склонны к выплате дивидендов. Для российских компаний также предполагается наличие прямой взаимосвязи.

*Гипотеза 3. Если среди акционеров компании есть финансовый институт, владеющий не менее 15% обыкновенных акций, то компания будет иметь более высокие дивидендные выплаты.*

Согласно теории различия налогообложения дохода от прироста стоимости акций и дивидендного дохода, можно предположить, что российские нефинансовые организации, владеющие акциями эмитентов, предпочтут более высокие дивиденды. В России существует значительная разница в налогообложении дивидендного дохода и других видов дохода для юридических лиц. Налог на дивиденды составляет 9 или 0% при определенных условиях, установленных НК РФ [Налоговый кодекс..., 2000, ст. 284]. В то же время налог на другие виды доходов равен 20%. Однако, согласно ряду исследований (см., напр.: [Khan, 2006; Maury, Pajuste, 2002]), в среднем корпоративные инвесторы голосуют за выплату более низких дивидендов, т. е. доля обыкновенных акций в руках российской нефинансовой компании имеет обратную связь с коэффициентом дивидендных выплат. Это объясняется тем, что компании могут извлекать больше выгод от владения акциями и, соответственно, контроля над принятием решений, чем от получения дивидендного дохода, и могут быть более заинтересованы в реинвестировании средств в развитие.

*Гипотеза 4. Если в компании есть акционер — российская нефинансовая компания, владеющая не менее 15% обыкновенных акций, то компания будет иметь более низкие дивидендные выплаты.*

**Государство.** В международных исследованиях представлены свидетельства, подтверждающие неоднозначность влияния государства-акционера на принятие решений в области выплаты дивидендов. Так, К. Гуглер [Gugler, 2003] указывает, что конфликт интересов между принципалом и агентом

гораздо выше в компаниях, подконтрольных государству. В то же время, согласно исследованиям российских авторов, в России между концентрацией собственности в руках государства и величиной коэффициента дивидендных выплат существует прямая связь, поскольку дивиденды являются значимой статьёй федерального бюджета. Как указывает Г. Н. Мальгинов [Мальгинов, Радыгин, 2007], реализуя свое право как акционера на получение доходов от участия в акционерных обществах, государству удалось добиться значительного увеличения дивидендных поступлений в федеральный бюджет, которые в 2006 г. выросли по сравнению с 1999 г. более чем в 17 раз. Отмечается также, что основная роль в обеспечении дивидендных поступлений принадлежала компаниям топливно-энергетического комплекса и акционерным обществам, в которых государству принадлежало более 25% акций. В работе [Wei, Zhang, Xiao, 2004] представлены результаты исследования китайских публичных компаний и содержится вывод о том, что в компаниях с крупной долей государственной собственности выплачиваются более высокие дивиденды, отмечается, однако, что речь идет именно о денежных дивидендах (в то время как в компаниях, находящихся в частной собственности, дивиденды в основном выплачиваются в форме акций).

Роль государства как крупного собственника и его права в области формирования дивидендной политики компании могут существенно отличаться от прав других категорий акционеров. В целом это связано с особенностями управления государством принадлежащими ему акциями<sup>3</sup>. В государственных компаниях на протяжении нескольких лет государство

---

<sup>3</sup> Важнейшими формами участия государства в управлении акционерным обществом являются: 1) осуществление прав акционера открытого акционерного общества как основная форма реализации прав; 2) представление интересов государства в совете директоров открытого акционерного общества (вторичная, дополнительная форма); 3) использование специального права — «золотой акции» [Винницкий, 2009]. В исследуемой выборке компаний отсутствуют те из них, в которых государство обладает правом «золотой акции», поэтому данный механизм подробно не рассматривается.

Еще одной формой участия государства в собственности акционерных обществ является косвенное участие через материнские общества, в которых Российская Федерация или ее субъекты выступают мажоритарными акционерами. Такой механизм участия широко распространен. Однако при этом участие в управлении дочерними обществами для государства в лице его представителей в органах управления материнской компании сложно осуществить. Это связано с тем, что только важнейшие вопросы по деятельности дочерних обществ выносятся на рассмотрение совета директоров или общего собрания акционеров материнской компании. Поэтому большинство решений в дочерних и зависимых обществах не может контролироваться государством напрямую. Похожие последствия возникают и при передаче принадлежащих государству пакетов акций госкорпорациям [Винницкий, 2009].

устанавливало минимальный уровень прибыли, который должен был быть выплачен в виде дивидендов: в среднем 25% от чистой прибыли [Товкайло, 2011]. В работе также отмечается, что крупнейшие госкомпании редко выполняли данный норматив и платили меньше дивидендов вследствие потребности в средствах для рефинансирования в развитие. Поэтому дивидендные доходы от более мелких госкомпаний и частных компаний с государственным участием являются важной статьёй дохода государственного бюджета. Таким образом, можно предположить, что государство как крупный собственник будет требовать увеличения дивидендных выплат.

*Гипотеза 5. Если государство владеет не менее 15% уставного капитала компании, то это будет приводить к увеличению объема дивидендных выплат.*

**Инсайдеры.** Согласно исследованию [Jensen, Solberg, Zorn, 1992] инсайдерами признаются члены совета директоров компании, председатель совета директоров, единоличный исполнительный орган компании в лице ее генерального директора (СЕО).

В работе Маури и Пажусте [Maury, Pajuste, 2002] приводятся результаты тестирования гипотезы о том, что в компаниях, в которых генеральный директор владеет крупной долей акций, коэффициент дивидендных выплат значительно ниже, чем в фирмах с низкой долей обыкновенных акций в руках СЕО. Этот факт служит аргументом в пользу того, что топ-менеджеры могут использовать стратегию «окапывания» и извлекать для себя выгоды вместо выплаты дивидендов акционерам, что отмечается и другими исследователями [Truong, Heaney, 2007; Short, Zhang, Keasey, 2002].

Дивидендная политика определяется в компании на основании финансовых результатов ее деятельности и решений, принимаемых органами корпоративного управления: общим собранием акционеров, советом директоров, генеральным директором. При этом, согласно агентской теории, интересы совета директоров и генерального директора могут противоречить интересам внешних акционеров компании. Генеральный директор совместно с правлением управляет всей текущей деятельностью предприятия и имеет большие возможности извлекать собственные выгоды из принятия решений, если действия не противоречат законодательству и Уставу общества. Также именно генеральный директор представляет совету директоров предложение о порядке распределения прибыли и убытков. Совет директоров, в свою очередь, осуществляет общее руководство деятельностью акционерного общества и принимает решения по всем вопросам деятельности компании за исключением отнесенных к компетенции общего собрания акционеров. Совет директоров занимается образованием исполнительных органов общества и дает рекомендации по размеру дивидендов

по акциям, порядку их выплаты, т. е. также имеет значительное влияние на формирование дивидендной политики как главный орган, призванный защищать права акционеров. Несмотря на то что окончательное решение о выплате дивидендов принимается на общем собрании акционеров, совет директоров и генеральный директор играют важную роль в формировании финансовых результатов, влияющих на возможность дивидендных выплат, и выдвигании рекомендаций по оптимальной величине выплачиваемых дивидендов. Согласно ФЗ «Об акционерных обществах», дивиденды не могут превышать размер, рекомендованный советом директоров.

Для членов совета директоров так же, как и для генерального директора, налогообложение дивидендов является более выгодным, чем другие доходы: ставка налога на дивиденды равна 9%, а налог на доходы физических лиц составляет 13%, т. е. дивиденды могут быть предпочтительным источником дохода топ-менеджеров, как и других физических лиц.

*Гипотеза 6. Увеличение доли инсайдеров в уставном капитале компании будет приводить к увеличению объема дивидендных выплат.*

В зарубежных исследованиях чаще изучается влияние крупных собственников-менеджеров на дивидендную политику и структуру капитала, чем влияние собственников — членов совета директоров. Специфика российских компаний состоит в том, что многие члены совета директоров являются одновременно представителями исполнительных органов управления акционерных обществ. Кроме того, правление, согласно российскому законодательству, проводит все решения общего собрания акционеров и совета директоров.

## МЕТОДОЛОГИЯ

Как отмечалось в работе [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011], эконометрическое исследование, направленное на выявление характера влияния структуры собственности на дивидендную политику российских компаний с двумя типами акций, базировалось на регрессионной модели вида:

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

Зависимая переменная  $Div\_Payout_{it}$  является переменной, характеризующей 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, описывающих тип крупных акционеров компании;  $Z_{it}$  — переменная, определяющая структуру портфеля крупнейшего акционера;  $\chi_{it}$  — вектор переменных, отвечающих за показатели финансово-экономического состоя-

ния 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:  $\beta_0$  — 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<sup>4</sup>. Итоговая панель составила 598 наблюдений. Условиями включения компании в выборку являлись следующие: 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, применяемых в регрессионных моделях.

Таблица 1

**Описание основных переменных, используемых в регрессионном анализе**

Переменная	Описание
1	2
Зависимые переменные	
<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

<sup>4</sup> Подробное описание выборки представлено в [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011].

1	2
Независимые переменные	
<i>Переменные, входящие в вектор Y</i>	
<i>Foreign</i>	Доля обыкновенных акций, принадлежащая нерезидентам РФ, без учета акций, принадлежащих лицам, зарегистрированным в оффшорных зонах
<i>Offshore</i>	Доля обыкновенных акций, принадлежащая компаниям, зарегистрированным в оффшорных зонах
<i>State_share</i>	Доля государства в уставном капитале эмитента
<i>Offshore(d)</i>	Бинарная переменная, значение которой равно 1, если среди акционеров присутствует оффшорная компания с долей обыкновенных акций не менее 15%, и равно 0, если это не так
<i>State(d)</i>	Бинарная переменная, значение которой равно 1, если доля обыкновенных акций, принадлежащих государству, составляет не менее 15%, и равно 0, если это не так
<i>Fin_inst(d)</i>	Бинарная переменная, значение которой равно 1, если среди акционеров с долей обыкновенных акций не менее 15% присутствует финансовый институт, и равно 0, если это не так
<i>Corp(d)</i>	Бинарная переменная, значение которой равно 1, если в компании присутствует акционер — нефинансовая российская компания с долей обыкновенных акций не менее 15%, и равно 0, если это не так
<i>Nominal(d)</i>	Бинарная переменная, характеризующая концентрацию обыкновенных акций в руках акционера, категория которого не может быть установлена на основании финансовой отчетности эмитента. Значение переменной равно 1, если в числе акционеров с долей обыкновенных акций не менее 15% записан номинальный держатель (отсутствует информация о конечных акционерах), и равно 0, если это не так
<i>Переменные, входящие в вектор W</i>	
<i>CEO_share</i>	Доля CEO в уставном капитале эмитента
<i>PSD_share</i>	Доля председателя совета директоров в уставном капитале эмитента
<i>BD_share</i>	Доля совета директоров в уставном капитале эмитента (без учета доли председателя совета директоров)
<i>Переменные, входящие в вектор <math>\chi</math></i>	
<i>Size</i>	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

Описательная статистика переменных, использованных в эконометрическом анализе, представлена в табл. 2.

Таблица 2

**Описательная статистика переменных**

<b>Переменная</b>	<b>Среднее значение</b>	<b>Стандартное отклонение</b>	<b>Минимум</b>	<b>Максимум</b>
<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>Foreign</i>	0,029	0,110	0	0,957
<i>Offshore</i>	0,116	0,632	0	15,072
<i>State_share</i>	0,027	0,092	0	0,306
<i>CEO_share</i>	0,001	0,008	0	0,027
<i>PSD_share</i>	0,001	0,008	0	0,025
<i>BD_share</i>	0,002	0,014	0	0,044
<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

Согласно полученным результатам, средняя величина доли обыкновенных акций для каждого типа собственников, влияние которых на дивидендную политику рассматривается в исследовании, составляет: у оффшорных компаний — 11,6%, иностранных инвесторов — 2,9; доля государства напрямую — 2,7; доля в уставном капитале генерального директора — 0,1; совета директоров — 0,2; председателя совета директоров — 0,1%.

Как следует из табл. 3, в 84% наблюдений в компании присутствовал собственник — корпорация с долей обыкновенных акций не менее 15%. В 18% наблюдений финансовые институты владеют не менее 15% обыкновенных акций; государство является собственником не менее 15% обыкновенных акций в 7% наблюдений, а оффшорные компании — в 17% наблюдений. В 11% наблюдений не удалось установить тип крупнейших собственников с долей обыкновенных акций более 15%, поскольку в отчетности опять же была представлена информация только о номинальных держателях.

Приведем диаграммы, которые иллюстрируют, как в указанный период изменялась структура собственности компаний. Динамика изменения средней доли собственности рассматриваемых в исследовании категорий собственников по годам показана на рис. 1 и 2.

Таблица 3

Доля компаний, в которых определенные категории собственников владеют не менее 15% обыкновенных акций

Переменная	Доля
<i>Corp(d)</i>	0,84
<i>Offshore(d)</i>	0,17
<i>Fin_inst(d)</i>	0,18
<i>State(d)</i>	0,07
<i>Nominal(d)</i>	0,11

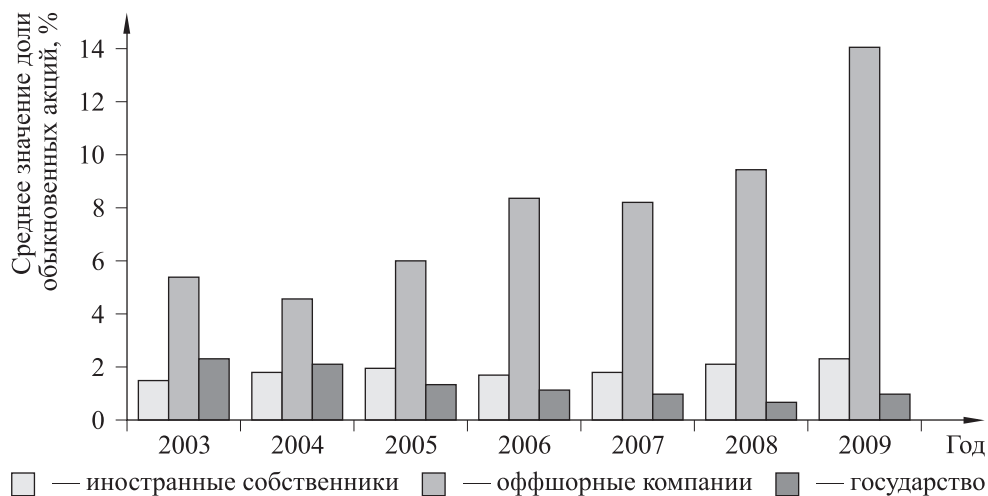


Рис. 1. Динамика изменения средней доли собственности акционеров в период с 2003 по 2009 г.

Анализируя представленные графики, можно сделать вывод о том, что за рассматриваемый период структура собственности компаний значительно изменилась, и, кроме того, в структуре акционеров можно четко выделить несколько категорий крупных акционеров, которые способны оказывать влияние на дивидендную политику в соответствии со своими предпочтениями. Отметим, что такая категория собственников, как оффшорные компании, редко рассматривается в зарубежных исследованиях, а факт наличия большой доли обыкновенных акций у оффшорных компаний выступает особенностью российского рынка. Все вышесказанное позволяет предположить, что если говорить о влиянии типа собственника на решения в области дивидендной политики, то в российских компаниях наибольшее влияние оказывают государство, оффшорные компании и негосударственные компании.



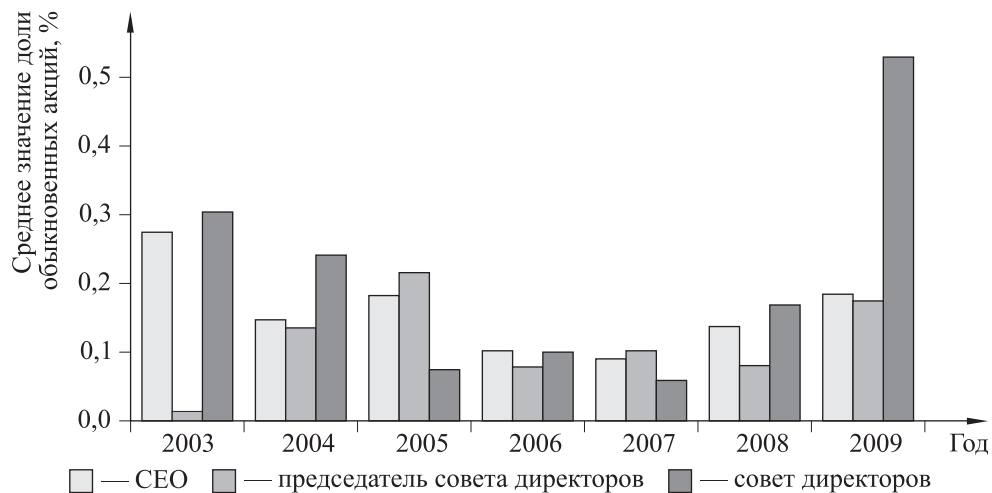


Рис. 2. Динамика изменения доли собственности, принадлежащей инсайдерам

#### РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА

В табл. 4 мы приводим результаты регрессионного анализа, направленного на тестирование гипотез о влиянии типа крупных акционеров на дивидендную политику. В этой таблице представлены оценки коэффициентов моделей с различными спецификациями переменных, характеризующих долю или факт присутствия иностранных собственников, оффшорных компаний, российских нефинансовых компаний, финансовых институтов, государства в качестве крупных собственников.

Как отмечалось при описании переменных, в качестве зависимых переменных использованы три вида коэффициента дивидендных выплат: коэффициент совокупных дивидендных выплат на оба типа акций (*Div\_Payout*), на обыкновенные акции (*Ord\_Payout*) и привилегированные акции (*Pref\_Payout*).

Модели оценивались по панельным данным, поэтому было произведено последовательное тестирование моделей сквозной регрессии, с фиксированными эффектами и со случайными эффектами. В результате тестов было установлено, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватна для описания рассматриваемых эмпирических данных.

На основании данных табл. 4 можно сделать вывод о том, что все модели, за исключением представленных в столбцах (3), (8), (12), (13), (15), являются статистически значимыми.

Отметим, что ни одна из переменных, характеризующих величину доли обыкновенных акций у различных категорий собственников, не оказалась значимой в модели с зависимой переменной *Pref\_Payout*.

Таблица 4

## Результаты эконометрического анализа: коэффициент дивидендных выплат

Переменная	Вид коэффициента														
	Div_Payout					Ord_Payout					Pref_Payout				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
<i>Foreign</i>	-0,159	-0,171	-0,577			-0,154	-0,161	-0,555			-0,035	-0,043	-0,032		
<i>Offshore</i>	-0,618***	-0,599**	-0,166			-0,361**	-0,369**	-0,137			-0,062	-0,055	0,016		
<i>State_share</i>	-0,020	0,009	-0,561			0,027	-0,043	-0,623			0,025	0,017	0,036		
<i>Foreign<sup>2</sup></i>			1,024					1,039					-0,037		
<i>Offshore<sup>2</sup></i>			-1,100					-0,589					-0,173		
<i>State_share<sup>2</sup></i>			1,740					2,012					-0,109		
<i>Offshore(d)</i>				-0,065	-0,072				-0,088*	-0,091*				-0,013	-0,012
<i>Corp(d)</i>				0,068	0,050				0,056	0,049				0,007	0,004
<i>Fin_inst(d)</i>				-0,077*	-0,107**				-0,072**	-0,081**				-0,010	-0,011
<i>State(d)</i>				-0,017	-0,049				-0,025	-0,051				0,011	0,010
<i>Nominal(d)</i>				0,073	0,062				0,050	0,038				0,011	0,010
<i>CEO_share</i>	-1,748	24,345			24,387		11,263	28,191		30,541		1,538	2,473		1,443
<i>PSD_share</i>	1,299	21,889			28,810		0,921	18,584		25,144		-0,373	2,195		2,334
<i>BD_share</i>	-1,984	-1,566			-4,393		-2,647	-1,311		-3,667		-0,822	-0,681		-0,571
<i>CEO_share<sup>2</sup></i>			-2726,0		-2673,6			-1815,660		-1994,594			-102,921		-15,902
<i>PSD_share<sup>2</sup></i>			-1417,1		-1508,2			-1213,621		-1340,872			-165,080		-147,572
<i>BD_share<sup>2</sup></i>			-56,131		0,560			-68,001		-33,760			-10,610		-12,273
<i>Size</i>	0,073**	0,075*	0,069	0,076**	0,077*	0,082**	0,085**	0,079**	0,082***	0,083**	0,021***	0,023	0,023	0,022***	0,023
<i>Leverage</i>	-0,0002**	-0,000	-0,000	-0,0002***	-0,0002**	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001*	-0,0001*	-0,00002*	0,000	0,000	-0,00002*	0,000
<i>ROA</i>	-0,006	-0,005**	-0,005	-0,006**	-0,005**	-0,004*	-0,004*	-0,003*	-0,004**	-0,003*	0,000	0,000	0,000	-0,001	0,000
<i>Cons</i>	-1,242	-1,285	-1,176	-1,415	-1,399	-1,575**	-1,651**	-1,525*	-1,631**	-1,663**	-0,401**	-0,436	-0,446	-0,418***	-0,449
<i>R<sup>2</sup></i>	0,0002	0,0005	0,001	0,0084	0,0052	0,0004	0,0008	0,0015	0,005	0,005	0,0001	0,001	0,0003	0,0002	0,0001
<i>p-value</i>	0,0049	0,0618	0,1676	0,0043	0,0482	0,0247	0,0686	0,1761	0,0019	0,015	0,0289	0,1176	0,4472	0,0252	0,2146
<i>N</i>	536	523	523	560	547	528	492	492	506	492	522	488	488	499	488

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

Такой результат, с нашей точки зрения, является обоснованным. Выплаты дивидендов по привилегированным акциям носят обязательный для компании характер. В случае невыплаты дивидендов владельцы акций получают право голоса. Кроме того, невыплата или выплата в неполном размере дивидендов может привести к снижению стоимости акций и затруднению привлечения финансирования с помощью данного источника в будущем. Эти соображения, которые априори известны всем собственникам, делают положение привилегированных акций обособленным в отношении дивидендной политики. И позиция акционеров — владельцев обыкновенных акций вряд ли может оказать существенное влияние на решения о дивидендных выплатах по привилегированным акциям.

Поэтому дальнейшее обсуждение значимых переменных будет проводиться для моделей, в которых зависимыми переменными выступили коэффициент совокупных дивидендных выплат на оба типа акций *Div\_Payout* и коэффициент выплат на обыкновенные акции *Ord\_Payout*. Переменная *Offshore*, характеризующая долю обыкновенных акций, принадлежащих оффшорным компаниям, является значимой в обеих моделях, причем ее коэффициент предположительно имеет отрицательный знак. Кроме этого, в обеих моделях значима переменная *Fin\_inst(d)*, характеризующая наличие в компании акционера — финансового института с долей обыкновенных акций не менее 15%. Однако оценка коэффициента при данной переменной имеет знак, отличный от предполагаемого нами.

Бинарная переменная *Offshore(d)*, определяющая наличие в компании собственника — оффшорной компании с долей обыкновенных акций не менее 15%, — является значимой в модели с *Ord\_Payout* в качестве зависимой переменной. Знак оценки коэффициента при данной переменной отрицателен, что соответствует выдвинутому предположению.

Вопреки предположению о существовании связи величины коэффициента дивидендных выплат с величиной доли обыкновенных акций, принадлежащих иностранным собственникам *Foreign*, и величиной доли обыкновенных акций, принадлежащих государству *State\_share*, статистически значимой связи между указанными переменными выявлено не было. Переменные модели, характеризующие наличие в компании таких акционеров, как российские нефинансовые компании *Corp(d)*, государство *State(d)*, оффшорные компании *Offshore(d)* и номинальные держатели *Nominal(d)*, владеющих не менее 15% обыкновенных акций, также оказались незначимыми.

Перейдем к анализу значимых переменных, характеризующих влияние доли собственности различных категорий собственников на коэффициенты дивидендных выплат (табл. 4).

Как отмечалось, была выявлена статистически значимая обратная связь между величиной доли обыкновенных акций, принадлежащих оффшорным компаниям, *Offshore* и коэффициентами дивидендных выплат на оба типа акций *Div\_Payout* и на обыкновенные акции *Ord\_Payout* (столбцы 1, 2, 6, 7). Данный результат подтверждает гипотезу о том, что российские корпорации могут использовать оффшоры для вывода денежных средств в зоны с низким налогообложением, использовать оффшорные займы и осуществлять другие операции, связанные с налоговой оптимизацией и управлением имуществом, что приводит к снижению дивидендных выплат на обыкновенные акции. Помимо этого, наличие значимой связи между бинарной переменной *Offshore(d)* и коэффициентом дивидендных выплат на обыкновенные акции *Ord\_Payout* (столбцы 9, 10) свидетельствует о том, что в среднем компании, в которых есть акционер — оффшор с долей обыкновенных акций не менее 15%, имеют коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции на 8,8–9,1% ниже, чем компании, в которых такого акционера нет.

Так как была выявлена значимая обратная связь величины дивидендных выплат на оба типа акций (а также на обыкновенные акции) и наличия среди собственников финансового института с принадлежащей ему долей обыкновенных акций не менее 15% *Fin\_inst(d)* (столбцы 4, 5, 9, 10), можно говорить о том, что компании, имеющие в составе собственников финансовый институт, который владеет пакетом обыкновенных акций не менее 15%, в среднем в совокупности выплачивают на 8–11% меньше чистой прибыли в виде дивидендов на оба типа акций и на 7–8% меньше — в форме дивидендов на обыкновенные акции, чем компании, не имеющие такого акционера.

Нельзя не остановиться на обсуждении вопроса о том, почему переменная *State\_Share*, характеризующая долю государства в собственности компании на величину коэффициента дивидендных выплат, оказалась незначимой. В исследовании при расчете значений переменной *State\_Share* нами были использованы данные о доле участия государства в собственности компании *напрямую*. Однако дополнительный анализ идентичности контролирующих акционеров в компании показал, что доля непрямого участия государства в собственности составляет значительную величину. Согласно проведенному анализу, в среднем по выборке около 74% контролирующих собственников представляют собой *напрямую* государство (в 3% наблюдений) либо государственные корпорации (в 71% наблюдений), которые предпочитают более высокий уровень дивидендных выплат как один из важнейших источников бюджета. В табл. 5 и на рис. 3 приведены результаты распределения контролирующих акционеров компаний по типам.

Таблица 5

Типы контролирующих акционеров в компаниях

Год	Тип контролирующего акционера							Всего
	Государство	Госкорпорация	Негосударственная компания	Финансовый институт	Иностранная компания	Номинальный держатель	Оффшор	
2003	2	44	9	0	1	1	0	57
2004	1	42	12	0	1	0	0	56
2005	1	41	12	0	1	0	1	56
2006	2	85	9	0	1	6	4	107
2007	3	76	11	1	1	4	2	98
2008	1	25	16	0	1	3	3	49
2009	3	19	18	0	1	2	3	46
Всего	13	332	87	1	7	16	13	469
Доля, %	2,77	70,79	18,55	0,21	1,49	3,41	2,77	100

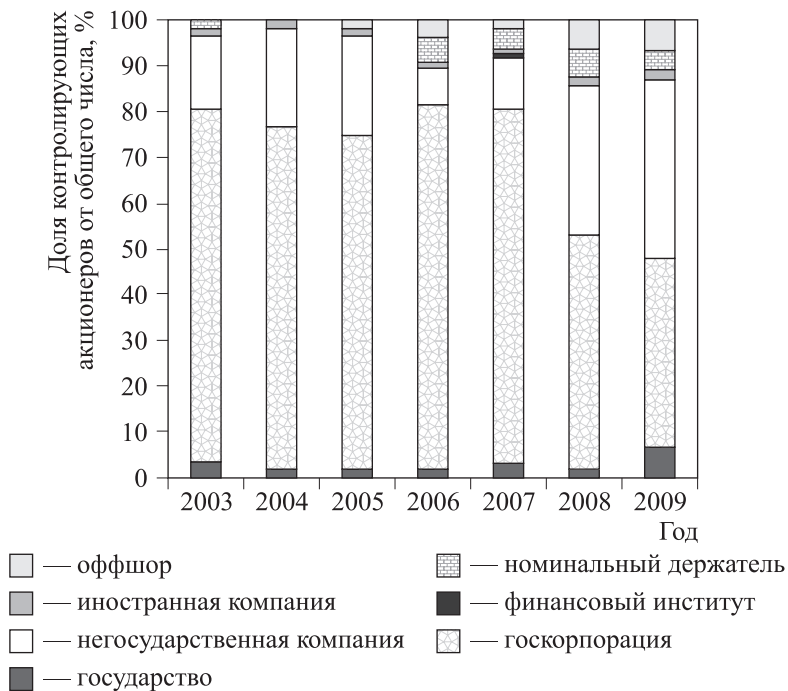


Рис. 3. Распределение доли контролирующих акционеров компаний

Следует отметить, что пакеты акций российских компаний зачастую зарегистрированы на имя номинального держателя, которыми являются институциональные инвесторы и другие профессиональные участники рынка ценных бумаг. Данный факт является особенностью России, и подобная форма отражения информации о собственности допускается российским законодательством. Кроме того, часто владение акциями осуществляется через дочерние компании. Все это затрудняет анализ структур собственности, поскольку сложно определить, кто конкретно владеет акциями компании. Как следует из табл. 5 и рис. 3, большая доля собственности принадлежит государству, преимущественно через государственные корпорации.

Как показывает проведенный нами анализ, в кризисные 2008–2009 гг. доля государства в капитале компаний снижалась. Это можно объяснить тем, что государство постепенно избавлялось от части активов в компаниях, что, скорее всего, было спровоцировано финансовым кризисом, когда государству требовались дополнительные средства. Снижение доли государства в указанный период сопровождалось ростом доли негосударственных компаний нефинансового сектора экономики, которые, как предполагается, должны стать более эффективными собственниками крупных пакетов акций. Повысилась также доля оффшорных компаний, что объясняется в целом возрастающей ролью оффшоров в российских компаниях, о чем речь шла выше. В отличие от стран германо-японской модели корпоративного управления, в которых большая доля в капитале компании принадлежит банкам или финансово-промышленным группам, а также от США, где институциональные инвесторы играют значительную роль на рынке капиталов и имеют крупные пакеты акций, в России финансовые институты пока не обладают крупными долями в капитале компаний.

Если говорить о переменных, характеризующих финансово-экономическую деятельность компании, то они 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 коэффициента дивидендных выплат имеет прямую связь с размером компании и обратную — с уровнем финансового левериджа. При этом знак коэффициента при переменной *ROA* отличается от ожидаемого: согласно результатам регрессионного анализа, *ROA* имеет обратную связь с величиной коэффициента дивидендных выплат. Оценки коэффициентов перед указанными переменными сохраняют 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 размер компании и уровень финансового левериджа, а переменная *ROI* является

в моделях незначимой. Таким образом, чем выше 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.

На основе полученных результатов можно сделать вывод о том, что характер связи между факторами структуры собственности и коэффициентом дивидендных выплат на обыкновенные акции схож с характером взаимосвязи данных факторов с суммарным коэффициентом дивидендных выплат.

При этом дивидендная политика по привилегированным акциям значительно отличается от дивидендной политики по обыкновенным акциям или обоим типам акций и определяется преимущественно показателями результатов деятельности компании.

### **ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Результаты исследований многих авторов указывают не только на существование влияния структуры собственности на дивидендную политику, оказываемого крупнейшими акционерами, но также и на различия в его характере в зависимости от типа акционеров (см., напр.: [La Porta et al., 2000; Faccio, Lang, Young, 2001; Kouki, Guizani, 2008; Bebczuk, 2005] и др.). В настоящей статье мы протестировали предположения о том, что иностранные собственники, оффшорные компании, государство, российские нефинансовые компании, финансовые институты, руководители органов корпоративного управления, владеющие долей в капитале компании, будут иметь неодинаковое влияние на величину дивидендных выплат вследствие существования агентского конфликта или различия в налогообложении дивидендного дохода и прибыли.

Один из основных выводов проведенного исследования состоит в том, что доминантой в поведении дивидендных выплат служат выплаты именно по обыкновенным акциям. При рассмотрении компаний с двумя типами акций авторы предполагали обнаружить специфику во влиянии структуры собственности на дивидендную политику для обыкновенных и привилегированных акций. Однако, вероятно, в силу значительного различия в правах акционеров, когда именно владельцы обыкновенных акций обладают правами, позволяющими приобрести контроль над компанией, а дивиденды по привилегированным акциям рассматриваются фактически как обязательство компании по выплате постоянного процента от стоимости акций либо процента от доли прибыли, складывается ситуация, при которой дискуссия о дивидендной политике как таковой с ее возможными вариациями и предпочтениями различных стейкхолдеров сводится прежде всего к политике

выплат по обыкновенным акциям. В отношении политики по привилегированным акциям не наблюдается влияния ключевых заинтересованных сторон, и можно сделать вывод о том, что все решения по привилегированным акциям этого типа уже были приняты тогда, когда они были выпущены. В текущей деятельности компания должна лишь поддерживать статус этих акций и удовлетворять интересы акционеров, претендующих только на права на денежный поток.

Кроме того, полученные в результате анализа выводы демонстрируют нетипичную для многих зарубежных стран ситуацию: в то время как на многих рынках исследователями были выявлены статистически значимые взаимосвязи между показателями концентрации собственности у различных категорий крупнейших собственников, факторами корпоративного управления и величиной коэффициента дивидендных выплат, для российского рынка многие из таких взаимосвязей не подтвердились. Данные результаты можно, в частности, объяснить тем, что многие российские компании все еще не имеют четко определенной дивидендной политики. Решения фирм в этой сфере могут быть обусловлены намерениями извлекать частные выгоды контроля, требованиями законодательства об уровне дивидендных выплат, желанием поддержать имидж компании для привлечения финансирования, приспособлением к меняющейся рыночной ситуации и т. д. Это по-разному влияет на установление дивидендной политики и величину выплачиваемых дивидендов. Однако стоит отметить, что в результате проведенного анализа удалось выявить важные закономерности в области дивидендной политики российских компаний.

Например, основные показатели финансово-экономической деятельности так же, как и на зарубежных рынках, имеют статистически значимую связь с величиной коэффициента дивидендных выплат. На дивидендную политику по обыкновенным акциям значимо влияет и величина доли обыкновенных акций крупнейших акционеров. Среди выделенных категорий крупных собственников наличие обратной связи было обнаружено только между долей обыкновенных акций, принадлежащих оффшорным компаниям, и коэффициентом дивидендных выплат.

Таким образом, увеличение доли обыкновенных акций, принадлежащих оффшорным компаниям, будет приводить к снижению величины дивидендных выплат. Влияние оффшорных компаний на величину дивидендных выплат в зарубежных исследованиях по проблеме влияния структуры собственности на дивидендную политику не рассматривалось, поскольку доля собственности оффшоров в иностранных компаниях является незначительной и оффшорные компании не играют особо важной роли в экономике зарубежных стран, в особенности на развитых рынках. Введение данного фактора в исследование дивидендной политики российских ком-



паний призвано отразить национальную специфику российского бизнеса, характеризующуюся тем, что доля собственности оффшорных компаний возрастает с каждым годом. Следовательно, российской компании может быть более выгодно выводить денежные средства в оффшорные зоны, что позволяет уменьшать налогооблагаемую базу по налогу на прибыль в России, эффективнее управлять приобретенной недвижимостью и другой собственностью, снижать налогообложение по процентам за кредит и роялти.

В исследовании также выявлено наличие обратной связи между коэффициентами дивидендных выплат на оба типа акций и на обыкновенные акции с присутствием в компании финансового института с долей обыкновенных акций не менее 15%. Значит, компании, имеющие в составе собственников финансовый институт, который владеет пакетом обыкновенных акций не менее 15%, в среднем выплачивают на 8–11% меньше чистой прибыли в виде дивидендов в совокупности на оба типа акций и на 7–8% меньше — в форме дивидендов на обыкновенные акции, по сравнению с компаниями, в которых нет такого акционера. Этот результат опровергает выдвинутую ранее гипотезу о направлении взаимосвязи данных показателей. Прямая взаимосвязь между указанными показателями была выявлена, например, на рынке Великобритании [Khan, 2006]. Однако, согласно теории, финансовые институты больше заинтересованы в стабильности и постепенном росте дивидендов, который повышает стоимость акций, чем в высоких дивидендах при сильном колебании ценности акций [Brealey, Myers, 2003]. Также важную роль при принятии решения финансовыми институтами играет высокая ликвидность акций. Поэтому можно предположить, что компании, являющиеся объектами инвестирования финансовых институтов, имеют более стабильные дивидендные выплаты при более низком уровне коэффициента дивидендных выплат. Данный вывод подтверждается анализом описательной статистики компаний, характеризующихся высокой и низкой ликвидностью акций. В среднем в 35,7% ликвидных компаний и только в 15% неликвидных присутствует финансовый институт с долей обыкновенных акций более 15%. При этом средняя величина коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции составляет 19 и 22,5% в ликвидных и неликвидных компаниях соответственно. Регулярность дивидендных выплат в ликвидных компаниях достигает 98,6%, а в неликвидных — 76,7%. Однако следует отметить, что требуется дальнейшее изучение причин обратной взаимосвязи между показателями. Так, регрессионный анализ доли финансовых институтов в собственности компании позволил бы выявить, каким образом даже небольшая доля обыкновенных акций у финансовых институтов оказывает влияние на величину дивидендных выплат.

Таким образом, характер влияния факторов структуры собственности на дивидендную политику по обыкновенным акциям в целом совпадает с

характером влияния данных факторов на дивидендные выплаты в сумме по обоим типам акций. При этом, в отличие от политики по обоим типам акций и по обыкновенным акциям, дивидендная политика по привилегированным акциям определяется преимущественно результатами деятельности компании. Поэтому полученные результаты подтверждают сходство привилегированных акций с долговыми инструментами компании.

Концентрация собственности является одним из важнейших механизмов корпоративного управления, направленных на разрешение агентских конфликтов в компании. В то же время дивидендная политика также рассматривается в исследованиях как инструмент урегулирования агентской проблемы. Поэтому разные категории собственников с точки зрения их типа и размера принадлежащей им доли капитала будут иметь различные предпочтения в отношении выплаты дивидендов, что собственно во многом и определяет характер дивидендной политики. В статье [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011] и в настоящей работе представлены результаты исследования российских компаний с двумя типами акций в России, для которых были выявлены и проанализированы факторы концентрации и структуры собственности, влияющие на политику компании в области выплаты дивидендов. Компании с двумя типами акций являются интересным объектом исследования, так как на их примере можно проследить влияние различных факторов на выплаты дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям. Выводы, представленные в исследовании, определенным образом согласуются с результатами зарубежных исследований. При этом существует ряд особенностей, которые объясняются особым положением двух типов акций в России, прав на них, характерными особенностями структуры собственности в России, той ролью, которую выполняют различные категории собственников в компании, и, наконец, предпочтениями собственников в отношении использования дивидендной политики как инструмента управления агентской проблемой.

Один из важнейших выводов исследования, являющийся новым результатом в данной области, сводится к тому, что на дивидендную политику по неголосующим (привилегированным) акциям фактически не оказывают влияния факторы, характеризующие один из важнейших механизмов корпоративного управления — концентрацию собственности, что еще раз подтверждает особую роль дивидендной политики в корпоративном управлении как способа разрешения агентских конфликтов. Важным направлением дальнейших исследований рассматриваемой проблемы может стать изучение таких факторов корпоративного управления, как деятельность совета директоров (доля независимых и неисполнительных директоров, множественные и перекрестные директорские позиции), менеджмента (характеристики генерального директора, смена топ-менеджмента) и т. д.

## Литература

- Алексеева Л. В., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2011. Вып. 3. С. 3–31.
- Винницкий А. Проблемы участия государства в акционерных обществах и управления ими: правовой аспект // Вопросы государственного и муниципального управления. 2009. № 3. С. 126–142.
- Мальгинов Г. Н., Радыгин А. Д. Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление, регулирование. М.: ИЭПП, 2007 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.iet.ru/files/text/cepra/smes.pdf>
- Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть 1 от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ.
- Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть 2 от 5 августа 2000 № 117-ФЗ.
- Об акционерных обществах. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.
- Оффшорная схема при регистрации новых предприятий и выплате дивидендов // Оффшор Порт [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.offshoreport.ru/pri-registracii.html>
- Полугодина В. В., Репин Д. В. Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний // Электронный журнал «Корпоративные финансы». 2009. № 3. С. 20–35.
- Размеры налогов оффшоров // Инфинити Групп. 2011 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://offshore.infinity-group.ru/scheta/nalogi.html>
- Сколько денег в этом году ушло из России, а сколько инвестировано // Город-812. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.online812.ru/2010/08/23/018/>
- Товкайло М. Свободу дивидендам // Ведомости. 2011. № 71 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/258984/svobodu\\_dividendam](http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/258984/svobodu_dividendam)
- Abdelsalam O., El-Masry A., Elsegini S. Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market // Managerial Finance. 2008. Vol. 34. N 12. P. 953–964.
- Agrawal A., Jayaraman N. The Dividend Policies of All Equity Firms: A Direct Test of Free Cash Flow Theory // Managerial & Decision Economics. 1994. Vol. 15. N 2. P. 139–148.
- Angeldorff S., Novikov K. Agency Costs: Ownership Concentration's Influence over Dividend Levels — An Empirical Study of the Stockholm Stock Market 1990–1997. Stockholm School of Economics, 1999.
- 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.
- Berger P., Ofek E., Yermack D. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. N 4. P. 1411–1438.
- Bokpin G. Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Performance on the Ghana Stock Exchange // Journal of Applied Accounting Research. 2011. Vol. 12. N 1. P. 61–73.

- Bradford W., Zhu S. Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence from China. Working Papers Series. 2005.
- Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. Payout Policy in the 21-st Century // Journal of Financial Economics. 2005. Vol. 77. N 3. P. 483–527.
- Brealey R., Myers S. Principles of Corporate Finance. 7<sup>th</sup> sub ed. McGraw-Hill College, 2003.
- Dutta A. S., Collins M. C., Wansley J. W. Managerial Ownership and Dividend Policy in the US Banking Industry. Working paper. 2007.
- Easterbrook F. Two Agency Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. 1984. Vol. 74. N 4. P. 650–659.
- Faccio M., Lang L., Young L. Dividends and Expropriation // American Economic Review. 2001. Vol. 91. N 1. P. 54–78.
- Farinha J. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis // Journal of Business Finance and Accounting. 2003. Vol. 30. N 9–10. P. 1173–1209.
- Farinha J. The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence. Working Paper. CETE-Centro de Estudos de Economia Industrial, 2005.
- Fudenberg D., Tirole J. A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents // Journal of Political Economy. 1995. Vol. 103. N 1. P. 75–93.
- Gugler K. Corporate Governance, Dividend Payout Policy and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment // Journal of Banking and Finance. 2003. Vol. 27. N 7. P. 1297–1321.
- Gul F. Growth Opportunites, Capital Structure and Dividend Policies in Japan // Journal of Corporate Finance. 1999. Vol. 5. N 2. P. 141–168.
- Jensen G., Solberg D., Zorn T. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1992. Vol. 27. N 2. P. 247–263.
- 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.
- Kumar J. Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India. 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstractj474103>
- Lang L., Litzenberger R. Dividend Announcements // Journal of Financial Economics. 1989. Vol. 24. N 1. P. 181–191.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Agency Problems and Dividend Policies around the World // Journal of Finance. 2000. Vol. 55. N 1. P. 1–33.
- Lease R., John K., Kalay A., Loewenstein U., Sarig O. Dividend Policy: Its Impact on Firm Value. Oxford University Press, 2000.
- Leland H., Pyle H. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // Journal of Finance. 1977. Vol. 32. N 2. P. 371–387.
- Maurycy C. B., Pajuste A. Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland // The Finnish Journal of Business Economics. 2002. N 1. P. 15–45.
- Rozeff M. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios // Journal of Financial Research. 1982. Vol. 5. N 3. P. 249–259.

- Schooley D., Barney L.* Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs // *Journal of Financial Research*. 1994. [Vol. 17. N 3. P. 363–373.
- Setia-Atmaja L.* Dividend and Debt Policies of Family Controlled Firms. The Impact of Board Independence // *International Journal of Managerial Finance*. 2010. Vol. 6. N 2. P. 128–142.
- Short H., Zhang H., Keasey K.* The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership // *Journal of Corporate Finance*. 2002. Vol. 8. N 2. P. 105–122.
- Theis J., Dutta A.* Explanatory Factors of Bank Dividend Policy: Revisited // *Managerial Finance*. 2009. Vol. 35. N 6. P. 501–508.
- Truong T., Heaney R.* Largest Shareholder and Dividend Policy Around the World // *Quarterly Review of Economics and Finance*. 2007. Vol. 47. N 5. P. 667–687.
- Wei J., Zhang W., Xiao J.* Dividend Payment and Ownership Structure in China. Corporate Governance // *Advances in Financial Economics*. 2004. Vol. 9. P. 187–219.

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

- Alekseeva L. V., Berezinets I. V., Ilina Y. B.* Kontsentratsiya sobstvennosti i dividendnaya politika: issledovanie rossijskikh aktsionerных obshhestv // *Vestn. S.-Peterb. un-ta. Ser. Menedzhment*. 2011. Vyp. 3. S. 3–31.
- Vinnitskij A.* Problemy uchastiya gosudarstva v aktsionerных obshhestvakh i upravleniya imi: pravovoj aspekt // *Voprosy gosudarstvennogo i munitsipal'nogo upravleniya*. 2009. № 3. S. 126–142.
- Mal'ginov G. N., Radygin A. D.* Smeshannaya sobstvennost' v korporativnom sektore: evolyutsiya, upravlenie, regulirovanie. M.: IEPP, 2007 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.iet.ru/files/text/cepra/smes.pdf>
- Nalogovyy kodeks Rossijskoj Federatsii. Chast' 1 ot 31 iyulya 1998 g. № 146-FZ.*
- Nalogovyy kodeks Rossijskoj Federatsii. Chast' 2 ot 5 avgusta 2000 № 117-FZ.*
- Ob aktsionerных obshhestvakh. Federal'nyj zakon ot 26 dekabrya 1995 g. № 208-FZ.*
- Offshornaya skhema pri registratsii novykh predpriyatij i vyplate dividendov // Offshore Port [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.offshoreport.ru/pri-registracii.html>*
- Polugodina V. V., Repin D. V.* Empiricheskoe modelirovanie dividendnoj politiki rossijskikh kompanij // *Elektronnyj zhurnal «Korporativnye finansy»*. 2009. № 3. S. 20–35.
- Razmery nalogov offshorov // Infinity Grupp. 2011 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://offshore.infinity-group.ru/scheta/nalogi.html>*
- Skol'ko deneg v etom godu ushlo iz Rossii, a skol'ko investirovano // Gorod-812. 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.online812.ru/2010/08/23/018/>*
- Tovkajlo M.* Svobodu dividendam // *Vedomosti*. 2011. № 71 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: [http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/258984/svobodu\\_dividendam](http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/258984/svobodu_dividendam)

Статья поступила в редакцию 21 ноября 2011 г.