

УДК 336.6
JEL D22

ВЛИЯНИЕ КОНЦЕНТРАЦИИ СОБСТВЕННОСТИ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

ФЕДОРОВА ЕЛЕНА АНАТОЛЬЕВНА,

доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия
ecolena@mail.ru

ВОРОНКЕВИЧ АЛЕНА БОРИСОВНА,

студент Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия
alenavoronkevich@gmail.com

КАМЕНЕВА ЕКАТЕРИНА АНАТОЛЬЕВНА,

доктор экономических наук, проректор по магистратуре и аспирантуре, Финансовый университет, Москва, Россия
ekamenewa@fa.ru

АННОТАЦИЯ

Структура и концентрация собственности как один из механизмов корпоративного управления, направленных на снижение агентских издержек и урегулирование агентского конфликта, оказывает влияние на принятие решений в области дивидендов. Влияние структуры акционерного капитала на выплату или невыплату дивидендов является значимым, прежде всего потому, что именно интересы собственников по российскому корпоративному законодательству в конечном счете влияют на наличие и размер выплат путем принятия решений на собрании акционеров. Целью работы является оценка влияния структуры акционерного капитала на дивидендную политику российских публичных компаний с помощью методов экономико-математического моделирования, в частности метода построения стандартной модели логистической регрессии. Полученная модель сформирована на основании данных о предприятиях, представляющих 9 отраслей: добыча полезных ископаемых, промышленность, поставка электроэнергии и газа, строительство, оптовая и розничная торговля, транспорт, сельское хозяйство, операции с недвижимостью и телекоммуникации.

В ходе исследования подтвердилась только одна из поставленных гипотез, предполагающая зависимость между наличием крупного собственника-менеджера и выплатой дивидендов. Гипотезы о влиянии на вероятность дивидендных выплат доли государства, финансового и нефинансового института в структуре акционерного капитала не подтвердились и показали обратную зависимость. Влияние нефинансовых компаний на дивидендные выплаты оказалось незначимым для данной модели. Результаты исследования позволят менеджерам компании, акционерам, потенциальным инвесторам и другим стейкхолдерам производить мониторинг текущего положения компании и прогнозировать последствия влияния корпоративного управления на ее дивидендную политику.

Ключевые слова: дивидендная политика; прогнозирование; логистическая регрессия; факторы дивидендного выбора; структура акционерного капитала.

THE INFLUENCE OF OWNERSHIP CONCENTRATION ON THE DIVIDEND POLICY OF RUSSIAN COMPANIES

ELENA A. FEDOROVA,

Doctor of Economics, professor, Department of Corporate Finance and Corporate Management, Financial University, Moscow, Russia
ecolena@mail.ru

ALENA B. VORONKEVICH,*student, Department of Corporate Finance and Corporate Management, Financial University, Moscow, Russia
alenavoronkevich@gmail.com***CATHERINE A. KAMENEVA,***Doctor of Economics, Vice-rector for graduate and postgraduate, Financial University, Moscow, Russia
eakameneva@fa.ru***ABSTRACT**

The structure and concentration of ownership as one of the corporate governance mechanisms influence on decision-making process about dividends. The impact of the share capital structure for the payment or non-payment of dividends is important as owners under Russian corporate law ultimately affect the availability and amount of payments by making decisions at the meeting. The aim of the research is to evaluate the effect of an equity structure on the dividend policy of Russian public companies by means of economic and mathematical modeling techniques, exactly by the method of constructing a standard logistic regression model. The resulting model is formed on the basis of data about companies, representing 9 industries: mining, industry, electricity and gas supplies, construction, wholesale and retail trade, transport, agriculture, real estate and telecommunications.

The research confirms the hypothesis, which suggest a relationship between the presence of the owner on the manager position and the fact of. Hypotheses about the impact the presence of the state, financial and non-financial institution in the structure of the share capital on dividend payments have not been confirmed and shown an inverse relationship. Effect of non-financial companies on the dividends turned out to be insignificant for the given model. Results of the study will allow managers, shareholders, potential investors and other stakeholders to monitor the company's current situation and forecast the effects of corporate governance impact on its dividend policy.

Keywords: dividend policy; forecasting; logistic regression; dividend factors of choice; ownership concentration.

В течение последних десятилетий в фокусе исследований в области финансов и корпоративного управления находится дивидендная политика, взаимосвязанная с влиянием на нее различных факторов как внутреннего, так и внешнего воздействия. 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 концентрация собственности как один из механизмов корпоративного управления, направленных на снижение агентских издержек и урегулирование агентского конфликта, оказывают влияние на принятие решений в области дивидендов.

Важные аспекты, связанные с влиянием концентрации собственности на дивидендную политику, были подробно рассмотрены в статье Л.В. Алексеевой, И.В. Березинец, Ю.Б. Ильиной [1].

Однако теоретические исследования и практика бизнеса показывают, что не только концентрация корпоративной собственности в руках крупнейших акционеров, но и тип акционеров оказывают существенное влияние на решения компаний в области дивидендных выплат [2, 3].

В литературе описаны различные виды агентских конфликтов, возникающих при присутствии в акционерном капитале разных типов собственников. Однако их связь с дивидендами не определена однозначно: с одной стороны, при агентском конфликте компания может быть вынуждена выплачивать более высокие дивиденды для его смягчения и привлечения инвесторов. Но с другой — крупный собственник может предпочесть более низкие дивиденды для увеличения ресурсов под собственным контролем, согласившись на относительно более низкую оценку компании рынком. Поэтому, несмотря на большое количество соответствующих исследований, к настоящему моменту не существует универсального взгляда на зависимость дивидендов от структуры собственности, результаты ряда работ отчасти противоречат друг другу. Кроме того, для российского рынка практически отсутствуют исследования,

посвященные изучению влияния структуры собственности на дивидендные выплаты, что в совокупности с вышесказанным обуславливает актуальность данной работы.

Цель нашей статьи — оценка влияния структуры акционерного капитала на дивидендную политику российских публичных компаний с помощью методов экономико-математического моделирования. Влияние структуры акционерного капитала на выплату или невыплату дивидендов должно быть значимым прежде всего потому, что именно интересы собственников по российскому корпоративному законодательству в конечном счете влияют на наличие и размер выплат путем принятия решений на собрании акционеров. В рамках данного исследования было поставлено несколько гипотез.

Гипотеза 1. Выплаты по дивидендам зависят от финансово-экономических показателей деятельности компании, а именно от размера компании, показателей результатов деятельности компании и финансового левериджа.

Размер компании оказывает существенное влияние на дивидендный выбор. Компании большего размера с большей вероятностью склонны к выплате дивидендов. На положительную зависимость между данными переменными указывает также в своей работе Н. Но [4] и Н. — А. Al-Malkawi [5].

На дивидендные выплаты значимо влияют результаты работы компании, выраженные в виде показателей рентабельности. Чем выше показатели рентабельности, тем больше вероятность выплаты дивидендов. Это подтверждает ряд работ, посвященных исследованиям дивидендной политики в развивающихся странах (см., например, Y. Reddy [6]).

Значение коэффициента финансового левериджа (соотношение величины заемного капитала к величине собственного) имеет также существенное влияние на дивидендный выбор. Фирмы с высоким значением финансового левериджа будут с большей вероятностью осуществлять дивидендные выплаты (см., например, D. Al-Kuwari [7]).

Гипотеза 2. Структура акционерного капитала значимо влияет на дивидендные выплаты.

2.1. Присутствие государства в качестве акционера в уставном капитале компании оказывает существенное влияние на дивидендную политику. Чем выше доля государства в акционерном капитале — тем больше вероятность дивидендных выплат.

Если в международных исследованиях отмечается неоднозначное влияние государства на дивидендные выплаты, то в условиях российской специфики авторы указывают на прямую связь между выплатой дивидендов и концентрацией собственности в руках государства. Согласно исследованию Г.Н. Мальгинова и А.Д. Радыгина [8], государству удалось добиться увеличения дивидендных выплат, которые составляют одну из статей дохода федерального бюджета, более чем в 17 раз за период с 1999 по 2006 г. Стоит заметить, что топливно-энергетический комплекс обеспечил основную часть этих поступлений [9]. По данным китайских компаний [10], результаты получились аналогичными: в компаниях, где значительная доля акционерного капитала принадлежит государству, выплачиваются более высокие дивиденды.

2.2. Если среди крупных акционеров компании есть финансовый институт, то компания будет с большей вероятностью выплачивать дивиденды. Доля акций, принадлежащих финансовому институту, прямо пропорциональна вероятности выплаты дивидендов.

При выдвигании данной и последующих гипотез крупным собственником будем считать акционера, доля которого в уставном капитале составляет более 15%. В рамках российского корпоративного законодательства для открытого акционерного общества с числом собственников более 1 тыс. совет директоров должен иметь в составе не менее 7 членов, с числом акционеров более 10 тыс. — не менее 9 членов [Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 02.06.2016), ст. 3, п. 66]. Соответственно в первом случае акционер должен обладать около 14,21% голосов, чтобы провести своего представителя в совет директоров, а во втором случае — приблизительно 11,1%. Так, 15%-ный пакет акций позволяет влиять на решения, принимаемые советом директоров, в том числе в области дивидендной политики [11].

В работе O. Abdelsalam и др. [12] отмечено, что компании более склонны к выплате дивидендов при наличии финансового института в качестве крупнейшего собственника. Ранее подтверждение гипотезы о наличии прямой связи между долей акций, принадлежащих финансовым институтам, и величиной дивидендов было найдено в работе R. Heaney на британском рынке. Для российских компаний также предполагается наличие прямой взаимосвязи. Однако стоит отметить, что финансовые институты больше заинтересованы

в стабильном и постепенном росте дивидендов, который повышает стоимость акций, чем в высоких дивидендах при сильном колебании цены акций [13].

2.3. Если в компании есть крупный акционер — российская нефинансовая компания, вероятность принятия положительного решения о выплате дивидендов небольшая. Доля акций, принадлежащих нефинансовой организации, обратно пропорциональна вероятности выплаты дивидендов.

В компаниях, где значительная доля акционерного капитала принадлежит государству, выплачиваются более высокие дивиденды.

Если сравнивать налогообложение дивидендного дохода и доход от прироста стоимости акций в России, то логично предположить, что нефинансовые компании предпочтут выплату дивидендов.

Для юридических лиц налог на дивиденды равен 13% или при определенных случаях 0% [НК РФ, ст. 284]. В то же время налог на прочие виды доходов составляет 20%. Тем не менее, согласно ряду исследований, доля обыкновенных акций в руках нефинансовой компании имеет обратную связь с коэффициентом выплаты дивидендов. Это обусловлено тем, что компании могут иметь больше выгод от владения акциями и быть более заинтересованы в реинвестировании прибыли, чем в получении дохода в виде дивидендов.

2.4. Участие крупных собственников в непосредственном управлении компанией повышает вероятность выплаты дивидендов.

Согласно агентской теории интересы совета директоров и собственников компании могут противоречить друг другу. Несмотря на тот факт, что окончательное решение о выплате дивидендов принимается на общем собрании акционеров, генеральный директор и совет директоров играют важную роль в формировании финансовых результатов, определяющих возможность выплаты дивидендов, и выдвигании рекомендаций по оптимальной их величине. Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» дивиденды не могут превышать размер, рекомендованный советом директоров. Кроме того, для генерального директора и членов совета директоров налогообложение

дивидендов являлось более предпочтительным до 2015 г., так как налог на дивиденды был равен 9%, а ставка налога на доходы физических лиц составляла 13%. В 2015 г. обе ставки были уравнены. Учитывая тот факт, что расчеты в исследовании осуществлялись на данных по дивидендным выплатам до 2015 г., то соответствующая гипотеза здесь рассматривается. Однако впоследствии влияние этого фактора в модели должно быть пересмотрено.

Тем не менее С. В. Маury и А. Pajuste [11] в своей работе показывают, что в компаниях, где генеральный директор владеет значительной долей акций, коэффициент дивидендных выплат значительно ниже. Этот факт обусловлен тем, что менеджеры-инсайдеры могут извлекать для себя выгоды вместо выплаты дивидендов акционерам, т.е. использовать стратегию «окапывания». Данное наблюдение отмечается и другими авторами [14].

Эмпирическая база исследования: дивидендные выплаты 508 компаний за 2015 г. из 9 отраслей (добыча полезных ископаемых, промышленность, поставка электроэнергии и газа, строительство, оптовая и розничная торговля, транспортировка, сельское хозяйство, операции с недвижимостью, телекоммуникации).

Период наблюдений при анализе влияния финансово-экономических показателей и макроокружения составил 10 лет — с 2006 по 2015 г. В итоговую выборку вошли 508 компаний из 9 отраслей.

Результаты оценки модели логистической регрессии представлены в *табл. 1*.

Согласно данным таблицы вероятность ошибки первого рода, т.е. когда компании, которые не выплачивали дивиденды, отмечаются как выплатившие, составляет 21,8%, а вероятность ошибки второго рода, т.е. когда компании выплатили дивиденды, а модель предсказала для них невыплату, — 30,5%. В целом общая доля неправильных ответов составляет всего 26,8%. Следовательно, прогнозная сила построенной нами модели равна 73,2%.

В результате расчетов из четырех поставленных гипотез полностью подтвердилась только одна (*табл. 2*).

В результате исследования подтвердилась предполагаемая зависимость между наличием крупного собственника-менеджера и выплатой дивидендов. Как уже было отмечено, до 2015 г. в России получение дохода в виде дивидендов наиболее предпочтительно для топ-менеджмента

Таблица 1

Результаты оценки логит-модели

Зависимая переменная: Y				
Метод оценивания: Logit-модель для бинарных переменных				
Всего наблюдений: 276				
Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	Z-статистика	Вероятность
Государство (характеризует долю государства в акционерном капитале)	-0,058579	0,040096	-1,460960	0,1440
Финансовый институт (характеризует долю финансовых институтов в акционерном капитале)	-0,009900	0,005338	-1,854610	0,0637
Натуральный логарифм выручки (характеризует размер компании)	0,013335	0,006847	1,947533	0,0515
Собственник-менеджер (характеризует наличие собственника-инсайдера в компании. Принимает значение 1, если акционер является также руководителем, и значение 0 – если акционер не участвует в непосредственном управлении компанией)	0,145711	0,094535	1,541350	0,1232
Рентабельность собственного капитала (ROE)	0,073452	0,026205	2,803003	0,0051
C	-0,147397	0,274318	-0,537320	0,5910

и генерального директора с точки зрения налогообложения. Согласно НК РФ налог на дивиденды был равен 9%, а ставка налога на доходы физических лиц составляла 13%. С января 2015 г. данные ставки уравниваются.

Для данной модели также оказались значимы две финансово-экономические характеристики: размер компании и показатель рентабельности собственного капитала, что еще раз подтверждает влияние внутренних факторов на дивидендную политику компании.

Рассмотрим подробнее те гипотезы, которые не нашли подтверждения в работе: влияние на вероятность дивидендных выплат государства и финансового института в структуре акционерного капитала оказалось отрицательным.

Для государства дивиденды являются важной и достаточно крупной статьей доходов федерального бюджета. В связи с этим было выдвинуто предположение, что государство будет поддерживать дивидендные выплаты, стимулируя менеджеров искать внутренние и внешние источники финансирования инвестиционных программ и других потребностей компании [7]. Кроме того, в государственных компаниях зачастую устанавливается минимальный уровень прибыли, которая должна быть выплачена в пользу собственников (в среднем данный показатель составляет 25%) [15]. Авторами также отмечается, что крупные компании редко выполняют данный норматив и платят меньше дивидендов, поэтому для государственного бюджета очень важны дивиденды.

Результаты проверки поставленных в работе гипотез о влиянии внутренних и внешних переменных на дивидендные выплаты

Гипотезы	Влияние на Div выплаты (Y)	Характер связи	Результат проверки гипотезы
Присутствие государства в качестве акционера в уставном капитале компании оказывает существенное влияние на дивидендную политику. Чем выше доля государства в акционерном капитале – тем больше вероятность дивидендных выплат	Доля государства: Y	↑↑	Не подтвердилась. Выявлена обратная связь
Если среди крупных акционеров компании есть финансовый институт, то компания будет с большей вероятностью выплачивать дивиденды. Доля акций, принадлежащих финансовому институту, прямо пропорциональна вероятности выплаты дивидендов	Доля финансового института: Y	↑↑	Не подтвердилась. Выявлена обратная связь
Если в компании есть крупный акционер – российская нефинансовая компания, вероятность принятия положительного решения о выплате дивидендов небольшая. Доля акций, принадлежащих нефинансовой организации, обратно пропорциональна вероятности выплаты дивидендов	Доля нефинансовой организации: Y	↓↑	Переменная оказалась незначимой
Участие крупных собственников в непосредственном управлении компанией повышает вероятность выплаты дивидендов	Крупный собственник-менеджер (дамми-переменная): Y	↑↑	Подтвердилась

дивидендные выплаты средних и мелких компаний. Соответственно, государству как крупному собственнику в любом случае более предпочтительны выплаты дивидендов. Тем не менее полученную обратную зависимость между переменными можно объяснить периодом, за который проводилось исследование. С 2014 г. в России наблюдается значительное ухудшение состояния экономики, и государство оказывает максимально возможную поддержку отечественным компаниям, проводя политику импортозамещения. Таким образом, можно предположить, что в тех компаниях, где государство является собственником, большая часть прибыли была капитализирована и направлена на

реинвестирование, а дивиденды не выплачивались. Гипотеза о том, что доля акций, принадлежащих финансовому институту, прямо пропорциональна вероятности выплаты дивидендов, также не подтвердилась. Наличие прямой связи было обнаружено на рынке Великобритании [14] и в работе O. Abdelsalam [15]. Также было отмечено, что финансовые институты больше заинтересованы в стабильном и постепенном росте дивидендов, который повышает стоимость акций, чем в высоких дивидендах при сильном колебании цены акций [9]. Однако невыплата дивидендов невыгодна финансовым институтам: согласно описательной статистике данных

в работе Л. В. Алексеевой и др. [1], финансовые институты чаще вкладываются в ликвидные компании, где регулярность выплат дивидендов достигает 98,6%.

Влияние нефинансовых компаний на дивидендные выплаты оказалось незначимым для данной модели. Это подтверждает результаты, полученные в исследовании Л.В Алексеевой и др. [1]. Также статистически незначимым оказалось при-

сутствие в структуре собственности пенсионных фондов и страховых компаний. Результаты проведенного исследования, представленные в данной работе, позволят менеджерам компании, акционерам, потенциальным инвесторам и другим заинтересованным лицам производить мониторинг текущего положения компании и прогнозировать последствия изменения структуры акционерного капитала на ее дивидендную политику.

ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Алексеева Л. В., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. Менеджмент. 2011. Вып. С. 3–31.
Alekseeva L. V., Berezinets I. V., Ilina Yu. B. Koncentraciya sobstvennosti i dividendnaya politika: issledovanie rossijskih akcionerных obshchestv [Concentration of ownership and dividend policy: a study of Russian joint stock companies]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. Menedzhment — Vestnik St. Petersburg University. Ser. Management*, 2011, vol. 3, pp. 3–31 (in Russian).
2. Kouki M., Guizani M. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 2009, vol. 25 (1), pp. 42–53.
3. Bebczuk R. Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina, Research Network Working paper No. R-516.
4. Ho H. Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economics*, 2002, vol. 9, Issue 2, pp. 91–100.
5. Al-Malkawi H. — A., Rafferty N., Pillai M. Dividend policy: a review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 2010, Issue 9, pp. 171–200.
6. Reddy Y., Rath S. Disappearing Dividends in Emerging Markets? Evidence from India. *Emerging Markets Finance & Trade*, 2005, vol. 41, no. 6 (Nov. — Dec. 2005), pp. 58–82.
7. Al-Kuwari D. Are Large Shareholders Conducting Influential Monitoring in Emerging Markets? An Investigation into the Impact of Large Shareholders on Dividend Decisions: The Case of Kuwait. *Research in World Economy*, 2012, vol. 3, no. 2, pp. 52–67.
8. Мальгинов Г. Н., Радыгин А. Д. Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление, регулирование. М.: ИЭПП, 2007. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.iet.ru/files/text/cepra/smes.pdf>.
Mal'ginov G. N., Radygin A. D. Smeshannaya sobstvennost' v korporativnom sektore: ehvoljuciya, upravlenie, regulirovanie [Mixed ownership in corporative sector: evolution, management, regulation]. Moscow, IET, 2007. Available at: <http://www.iet.ru/files/text/cepra/smes.pdf>.
9. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. 1008 с.
Brejli R., Majers S. Principy korporativnyh finansov / per. s angl. N. Baryshnikovoj [Principles of corporate Finance]. Moscow, JSC «Olympus-Business», 2008, 1008 p. (in Russian).
10. Wei J., Zhang W., Xiao J. Dividend Payment and Ownership Structure in China. *Corporate Governance. Advances in Financial Economics*, 2004, vol. 9. pp. 187–219.
11. Maury C. B., Pajuste A. Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland. *The Finnish Journal of Business Economics*, 2002, no. 1, pp. 15–45.
12. Abdelsalam O., El-Masry A., Elsegini S. Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market. *Managerial Finance*, 2008, vol. 34, no. 12, pp. 953–964.
13. Truong T., Heaney R. Largest Shareholder and Dividend Policy Around the World. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2007, vol. 47, no. 5, pp. 667–687.
14. Short H., Zhang H., Keasey K. The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 2002, vol. 8, no. 2, pp. 105–122.
15. Abdelsalam O., El-Masry A., Elsegini S. Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market. *Managerial Finance*, 2008, vol. 34. no. 12, pp. 953–964.