

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.

**Анализ влияния структуры собственности российских
компаний на показатели их деятельности и
дивидендную политику**

Москва 2018

Аннотация. На основании показателей выборки из 146 российских публичных компаний за период с 2006 г. по 2016 гг. в статье исследуются тенденции в сфере их дивидендной политики. Были выявлены существенные отличия в дивидендной политике частных компаний и КГУ. Начиная с 2007 г. зафиксирована стабильная тенденция переноса сроков выплаты дивидендов по итогам прошлого года на более поздний период времени внутри текущего года.

В работе показаны разные модели дивидендной политики частных компаний и КГУ в зависимости от изменения рентабельности капитала и уровня долговой нагрузки. У КГУ зависимость между коэффициентом дивидендных выплат относительно чистой прибыли и рентабельностью капитала являлась значимой и отрицательной, в то время как у частных компаний она была незначима.

Было установлено, что на процесс принятия решения о производстве дивидендных выплат в текущем году влияние прямой или суммарной государственной доли незначимо, а влияние косвенной доли значимо и положительно. Косвенное владение позволяет выплачивать дивиденды, которые являются следствием более эффективного управления и повышенной финансовой результативности. Также результаты оценки подтверждают, что финансовая эффективность и наличие притока денежных средств после учета инвестиционной программы ведет к росту вероятности дивидендных выплат.

Радыгин А.Д. декан экономического факультета Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Абрамов А.Е. заведующий научно-исследовательской лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Чернова М.И. научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2017 год

Обозначения и сокращения

КГУ – компания с государственным участием

ПАО – публичное акционерное общество

ROA – чистая прибыль, деленная на стоимость активов компании

ROE - чистая прибыль, деленная на стоимость собственного капитала
компании

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	5
1 Теоретические предпосылки дивидендной политики.....	6
2 Описание данных и статистики выплат дивидендов в России	8
3 Факторы, определяющие дивидендную политику	12
4 Заключение	25
Список литературы	26

Введение

На основании показателей выборки из 146 российских публичных компаний за период с 2006 г. по 2016 гг. в статье исследуются тенденции в сфере их дивидендной политики. В частности, были выявлены существенные отличия в дивидендной политике частных компаний и КГУ. Начиная с 2010 г. у публичных компаний наблюдался существенный рост размеров дивидендных выплат как по итогам года, так и промежуточных дивидендов. Начиная с 2007 г. зафиксирована стабильная тенденция переноса сроков выплаты дивидендов по итогам прошлого года на более поздний период времени внутри текущего года.

В исследовании показаны разные модели дивидендной политики частных компаний и КГУ в зависимости от изменения рентабельности капитала и уровня долговой нагрузки. У КГУ зависимость между коэффициентом дивидендных выплат относительно чистой прибыли и рентабельностью капитала являлась значимой и отрицательной, в то время как у частных компаний она была незначима. То есть с ростом рентабельности капитала КГУ стремились уменьшить долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды, за счет финансирования инвестиций и резервирования нераспределенной прибыли, в то время как частные компании не следовали данной стратегии. При этом как у КГУ, так и частных компаний зависимость между коэффициентом дивидендных выплат относительно свободного денежного потока и рентабельностью капитала была положительной и значимой. Это предполагает, что независимо от структуры собственности публичных компаний именно динамика свободного денежного потока влияла на изменения в размерах выплачиваемых компаниями дивидендов.

Наконец, было установлено, что на процесс принятия решения о произведении дивидендных выплат в текущем году влияние прямой или суммарной государственной доли незначимо, а влияние косвенной доли значимо и положительно. Косвенное владение позволяет выплачивать дивиденды, которые являются следствием более эффективного управления и повышенности финансовой результативности. Также результаты оценки подтверждают, что финансовая эффективность и наличие притока денежных средств после учета инвестиционной программы ведет к росту вероятности дивидендных выплат.

1 Теоретические предпосылки дивидендной политики

Существует несколько теоретических подходов к объяснению дивидендной политики. Сигнальная теория предполагает, что с ее помощью менеджмент компаний сигнализирует инвесторам о наличии благоприятных перспектив развития бизнеса или о наличии проблем в нем (Литнер, 1956; Миллер, Мертон, Рок, 1985; Аллен, Бернардо, 2000). Целый блок работ утверждает, что компании используют дивиденды в качестве издержек на подачу сигнала о будущих перспективах заработков компаний (Бернхейм, 1991; Бхаттачария, 1979; Джон, Вильямс, 1985). Следуя этой теории компании не могут снизить дивиденды, так как это может послужить плохим сигналом. В работе Аллен и др., 2000⁴ показано, что некоторые компании предпочитают платить дивиденды, а не выкупать акции из-за клиентов.

Агентская теория (Дженсен и Меклинг, 1976; Дженсен, 1986; Харворд, Мэнси, Максвелл, 2008; Лиари, Мичейли, 2011), исходит из того, что дивидендная политика является, прежде всего, способом управления конфликтами интересов между акционерами, менеджерами и кредиторами компании⁹. Например, она позволяет не оставлять в распоряжении не всегда лояльных по отношению к акционерам менеджеров избыточного объема нераспределенной прибыли, которая не находит применения в деятельности компании. Теория Миллера и Модильяни (1961) подчеркивает второстепенную роль дивидендной политики компаний как способа распределения остаточного дохода компании после использования прибыли на финансирование эффективных инвестиционных проектов.

Большую популярность для понимания дивидендной политики приобрела теория сглаживания Литнера (1956), согласно которой дивиденды рассматриваются как форма компенсации потерь акционеров в случае неблагоприятных условий на финансовых рынках и снижения курсовой стоимости акций. Модель Кумара (1988) показывает, что малые изменения в производительности не приводят к изменению дивидендов. Аналогичным образом Гаррет, Пристли (2000) предполагают, что менеджеры минимизируют издержки при корректировке дивидендов относительно некоторого целевого уровня и показывают, что внезапное повышение выручки приведет к повышению дивидендов менее чем на треть от роста выручки. Гутман и др. (2010) показывают, что менеджеры прибегают к частично сглаженной дивидендной политике, согласно которой равные дивиденды выплачиваются для некоторого заданного диапазона выручки. Однако, при анализе используется двухпериодная модель и не учитываются различия между выплатой дивидендов и выкупом акций.

Модель Карпависиуса показывает, что дивиденды являются значимым фактором для компании. Кроме того, стоимость компании зависит от стабильности ожидаемых дивидендов или способа выплаты дивидендов. Стоимость компании не зависит от переменной части дивидендов. Стоит отметить, что если акционеры путем заимствования, кредитования, покупки и продажи акций, могли бы воспроизвести постоянный поток равный постоянным выплачиваемым дивидендам компании, то можно было бы считать, что дивиденды не играют важной роли.

В работе Линтнера (1956) утверждается, что финансовые менеджеры полагают, что рынок порождает премию за стабильность или постепенный рост дивидендов. В таких эмпирических работах как Ахарони, Свари (1980); Лодир и Мауер (1992); Ниссим и Зив (2001), показано, что в большинстве случаев (около 80%), компании не изменяют своих ежеквартальных дивидендов. В работе Гутман и др. (2010) лишь 25% рассмотренной выборки компаний демонстрировали стабильные годовые дивиденды на временном промежутке 1966-2005 гг. А также в работе Бенартци и др. (1997) выявлено лишь 37% акций со стабильными дивидендами на бирже NYSE / AMEX на временном промежутке 1979 – 1991 гг.

В свете реализации политики управления российскими КГУ особое значение имеет вопрос о выработке подхода к дивидендной политике данных компаний со стороны государства. Дивиденды, выплачиваемые компаниями с государственным участием, являются источником дохода для государственного бюджета, поэтому велика вероятность вмешательства государства в процесс принятия решений о выплатах и их размерах. Согласно классификации ОЭСР политику выплаты дивидендов КГУ можно разделить на четыре основные группы.

В таких странах как Чили, Чехия, Эстония, Финляндия, Германия, Венгрия, Италия, Япония и Корея отсутствуют директивы или целевые значения дивидендов. Уровень дивидендов ежегодно обсуждается между советом директоров и владельцами КГУ на годовом общем собрании или в рамках ежегодного процесса разработки корпоративного плана.

В Израиле, Южной Корее и Польше нечеткие, широкие рекомендации. Власти этих стран разрабатывают общие руководящие принципы, применимые ко всему сектору КГУ, в отношении того, какие факторы следует учитывать при установлении уровня дивидендов. В Канаде и Великобритании нет общей дивидендной политики для портфеля КГУ, но методология расчетов дивидендов для отдельных государственных предприятий разработана посредством консультаций между советами директоров КГУ и государством.

В Ирландия, Литва, Норвегия, Словения и Швейцария на выплату дивидендов идет определенная доля чистой прибыли. Уровень ожидаемых дивидендов рассчитывается как предопределенная целевая доля от чистого дохода

В Австралии, Новой Зеландии, Нидерландов и Швеции размер дивидендов зависит от оптимальной структуры капитала. Государство сообщает общие ожидания относительно уровня дивидендов, связывая коэффициенты ежегодных выплат с достижением оптимальной структуры капитала. В этих случаях власти устанавливают целевой кредитный рейтинг, с помощью которого можно измерить оптимальную структуру капитала, что является основным руководящим принципом для назначения годового дивиденда. В случае Нидерландов все государственные предприятия должны поддерживать кредитный рейтинг инвестиционного уровня.

В России предпринимаются попытки определения одинакового уровня отчислений от чистой прибыли КГУ на цели выплаты дивидендов, а также требований по использованию на эти цели нераспределенной прибыли компаний, не используемой для цели инвестиций. В этом смысле особый интерес представляет анализ тенденций в дивидендной политике российских компаний с учетом особенностей их проявления в КГУ.

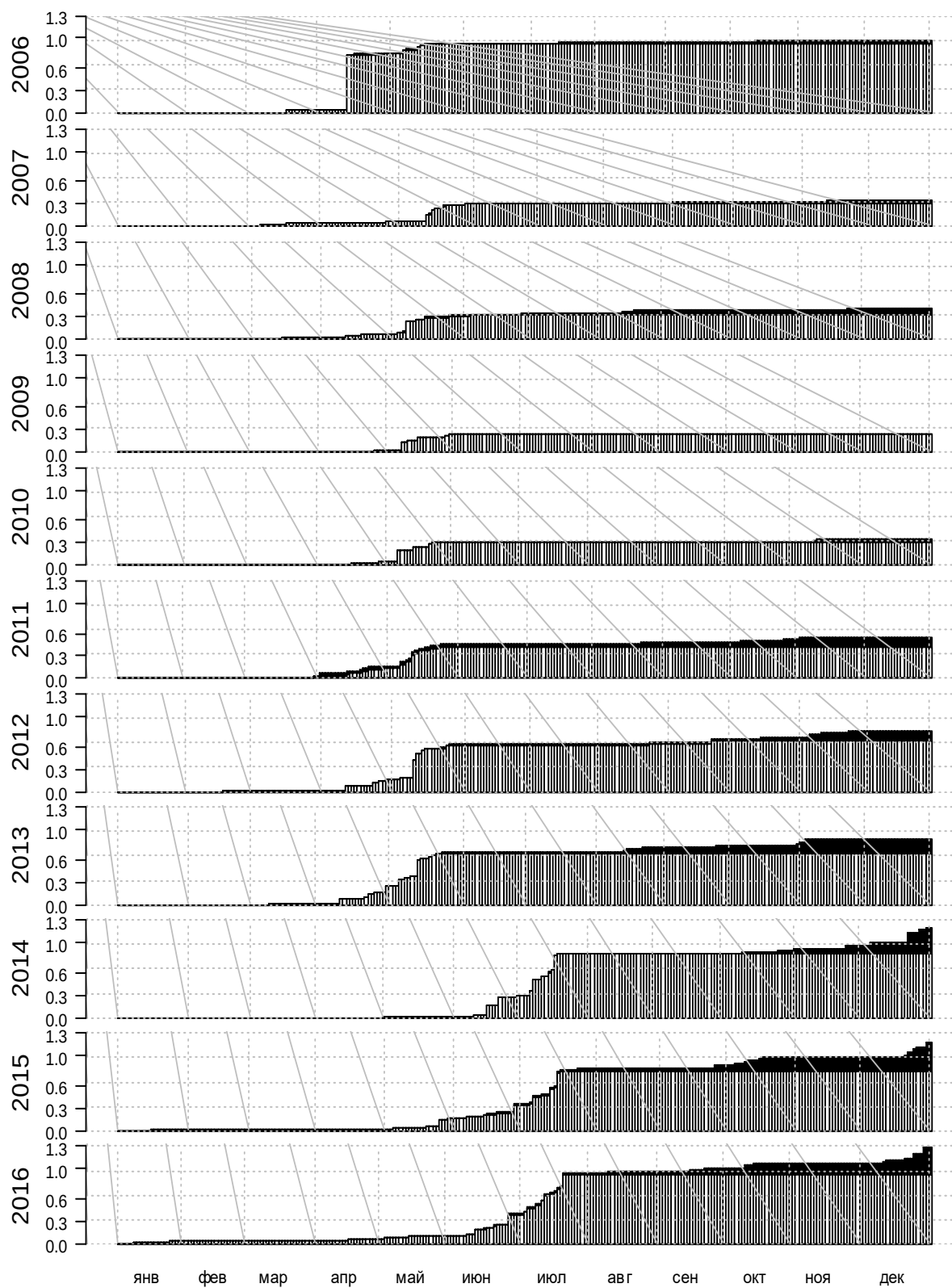
2 Описание данных и статистики выплат дивидендов в России

Выборка компаний состоит из всех публичных компаний, акции которых находятся в обращении на Московской бирже. Общее количество компаний в выборке составило 217 частных компаний и КГУ. Из них на временном диапазоне от 2006 года до 2016 года выделяется 146 компаний, которые производили выплаты дивидендов хотя бы один раз. В качестве источника данных о выплатах дивидендов российскими компаниями использована комбинация баз данных Investfunds¹ и Bloomberg, для сбора данных финансовой отчетности использовалась также база данных СПАРК-Интерфакс.

Одним из способов изучения агрегированной статистики дивидендной политики российских компаний является создание графиков накопленных выплат дивидендов отдельно за каждый календарный год (рис.1). При этом, общая сумма выплаченных дивидендов определялась как произведение количества обыкновенных акций в обращении на размер выплаченного дивиденда на одну акцию. Используется разделение всех выплат на два основных типа: промежуточных дивидендов за первые кварталы текущего года и

¹ <http://investfunds.ru/>

дивидендов за предыдущий календарный год. Каждый календарный год был изображен в одних и тех же осях и масштабах. Так, по оси ОХ всегда откладывался месяц (а именно, каждый рабочий календарный день каждого месяца). По оси ОУ изображен накопленный размер выплаченных за каждый календарный год дивидендов, при этом начало всегда в нуле, а максимальное значение оси в каждый год зафиксировано одинаковым и равно 1.3 трлн. руб. Максимальное накопленное значение выплаченных дивидендов зафиксировано в 2016 году и составило 1277440 млн. руб.



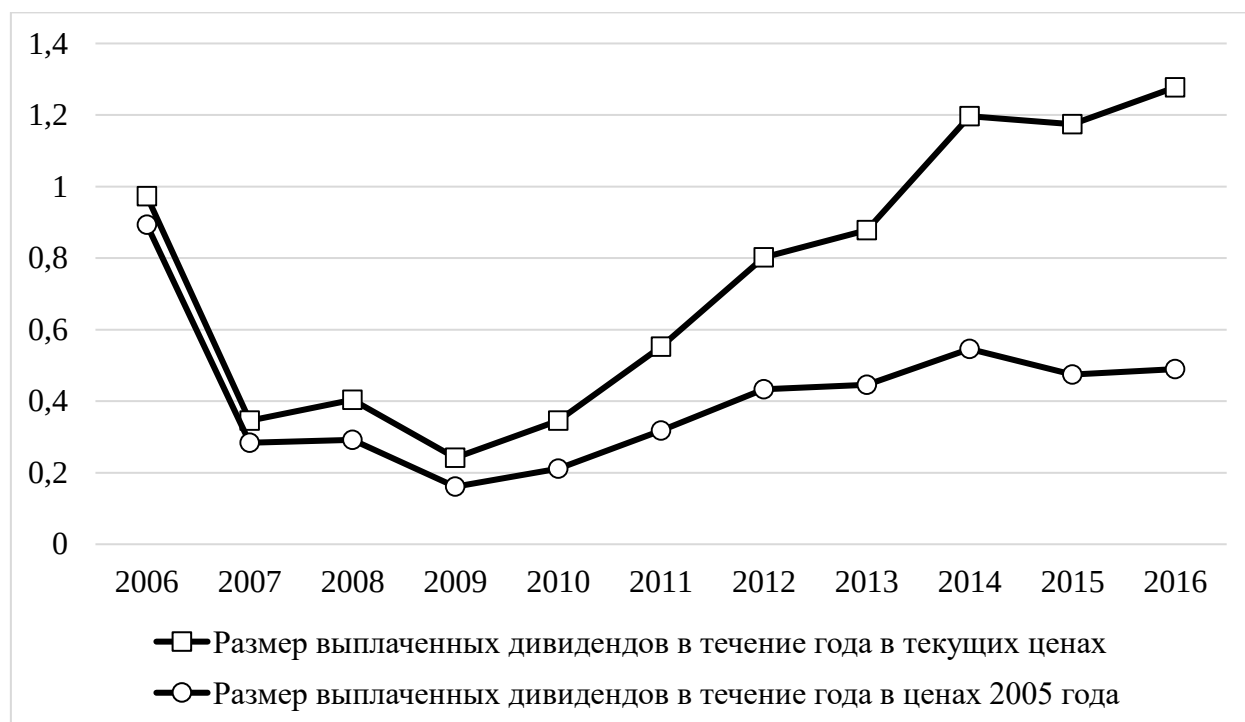
Источник: расчеты авторов

Рисунок 1 – Накопленный размер выплат дивидендов в каждый календарный день в период с 2006 по 2016 гг. в млрд. руб. (белым цветом выделены дивиденды за предыдущий календарный год, черным – выплаты за первые кварталы текущего года)

В 2006 году наблюдался достаточно высокий уровень выплаченных дивидендов, который сравним с итоговым накопленным итогом 2013-2016 гг. Большинство выплат было произведено в апреле. При этом каждая выплата относилась к предыдущему году, то есть была выплатой дивидендов по итогам предыдущего календарного года. В 2007-2009 гг. размер выплаченных дивидендов по выборке публичных компаний существенно сократился, большая часть выплат состоялась позже. В 2010-2013 гг. наблюдается тенденция к росту выплат дивидендов как за предыдущий год, так и за текущий год.

В 2014 году изменилась временная структура выплаты дивидендов. Основные начисления дивидендов за прошедший год сместились на 2 месяца позднее и пришлись на июль. Аналогичная структура сохранилась в 2015 и в 2016 годах. В течении 2014-2016 годах сохранился плавный рост общей суммы начисленных дивидендов. Уже в 2014 году общая сумма начисленных дивидендов превысила уровень 2006 года и составила 1200 млрд. руб. к 2016 году общая сумма начисленных дивидендов составила 1277 млрд. руб.

При исследовании размера выплаченных дивидендов за разные периоды времени целесообразно учитывать темп роста инфляции. Включение инфляции в анализ требует очистки от накопленной инфляции за каждый промежуток по сравнению с базовым годом. На рис.2 в качестве базового года использован 2005 год, все выплаты приведены в текущих ценах, а также в ценах 2005 года.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 2 – Размер выплаченных дивидендов в течение года в текущих ценах и в ценах 2005 года с 2006 по 2016 гг., трлн. руб.

Размер дивидендных выплат в зафиксированных ценах 2005 года являлся максимальным в 2006 году на временном промежутке 2006-2016 гг. После резкого падения в предкризисные и кризисные годы восстановление в 2010 году началось постепенно. Вплоть до 2016 года продолжается рост размера выплаченных дивидендов по выборке. Однако темп этого роста достаточно малый, размер дивидендов в ценах 2006 года за весь промежуток после кризиса не вернулся на максимальный уровень 2006 года. В 2016 году очищение от накопленной инфляции выявило, что в зафиксированных ценах объем выплаченных дивидендов составляет примерно лишь немногим больше половины от объема выплат в 2006 году, несмотря на рост валового показателя.

3 Факторы, определяющие дивидендную политику

В выборку публичных компаний, которые выплачивали дивиденды хотя бы один раз за период с 2006-2016 гг., вошли 146 компаний. Все данные по дивидендной истории получены на основе ресурса Investfunds.ru, а данные по финансовой отчетности основаны на данных Bloomberg. На основе собранных данных рассчитаны коэффициенты дивидендных выплат относительно чистой прибыли и свободного денежного потока.

Предварительное исследование выборки показало, что наиболее корректно рассматривать данные неконсолидированной отчетности для большинства компаний, а малая часть компаний, которая была выявлена как компании с ориентацией дивидендной политики на консолидированную отчетность, является выбросами при рассмотрении неконсолидированной отчетности. Для того, чтобы избежать их некорректного учета при дальнейших расчетах, применена процедура очистки от выбросов. Стоит отметить, что данная процедура была смягчена и отсеивала лишь наиболее далекие выбросы (около 8% наблюдений). Процедуре очистки от выбросов были подвержены основные коэффициенты выплат дивидендов относительно чистой прибыли и свободного денежного потока, а также показатель долговой нагрузки, который при использовании неконсолидированной отчетности показывал высокую волатильность.

При первоначальном анализе стоит обратить внимание на диаграммы рассеяния коэффициентов выплат дивидендов и долговой нагрузки. На рис.3 представлены диаграммы рассеяния коэффициентов выплат относительно чистой прибыли и свободного

денежного потока (а) и долговой нагрузки и коэффициента выплат относительно чистой прибыли (б). Большая часть точек на левом рисунке лежит внутри диапазона от 0% до 100% по свободному денежному потоку и чистой прибыли. Достаточно много наблюдений находится выше отметки 100% или ниже 0% по свободному денежному потоку, оставаясь, однако, в границах от 0% до 100% по чистой прибыли. Это косвенно выявляет те компании, которые при проведении дивидендной политики не ориентируются на сформированный денежный поток, оставляя прибыль единственным критерием. Аналогичным образом можно выявить компании, которые выплачивают дивиденды при отрицательной прибыли или дивиденды в размере, превышающем чистую прибыль, но которые остаются в пределах от 0% до 100% от своего свободного денежного потока. Вероятно, именно свободный денежный поток или некоторый другой, схожий с ним по поведению показатель находится в основе принятия решений о размере выплат.

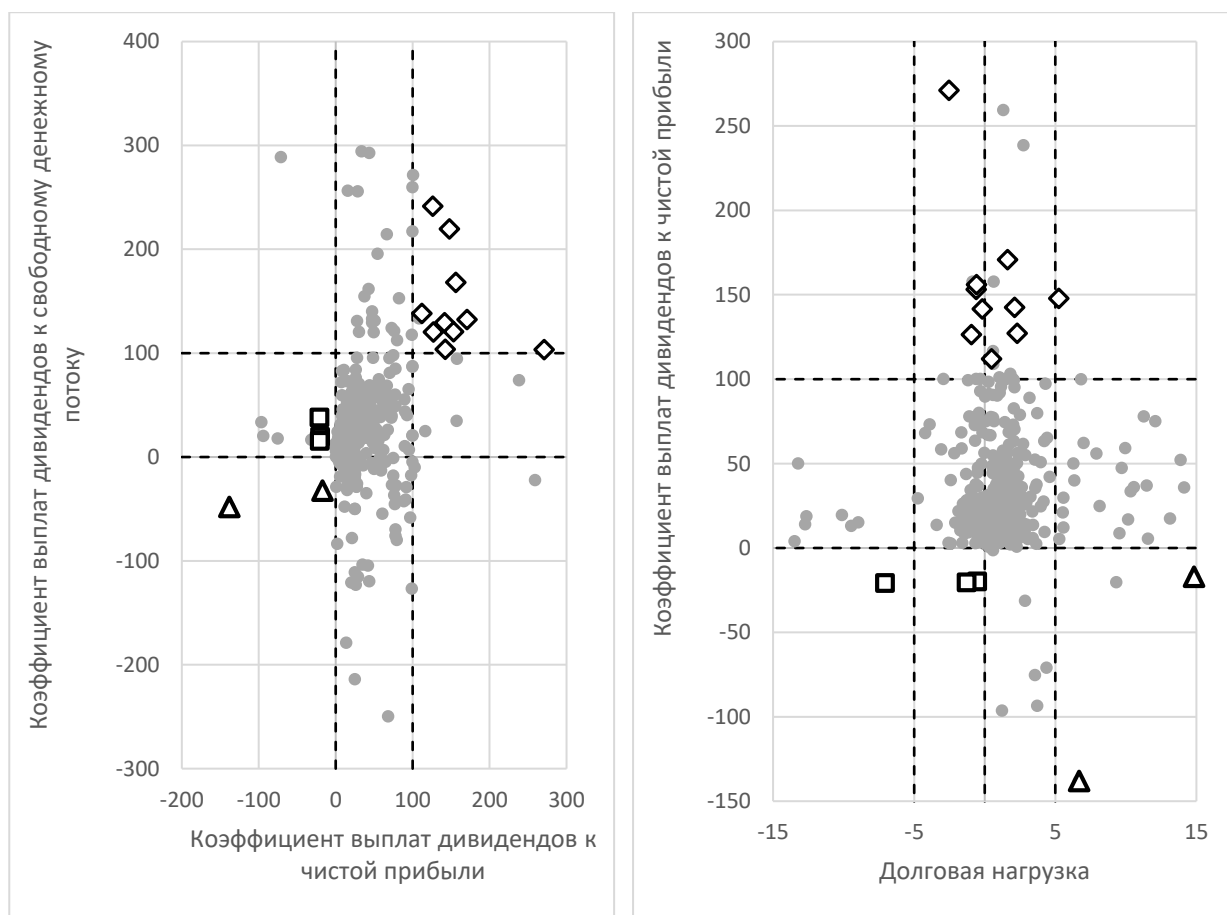
На графике выделены три особых случая. Первый случай объединяет наблюдения с отрицательной долговой нагрузкой при отрицательном показателе операционной прибыли EBITDA. Этот случай примечателен тем, что при анализе только правой части графика неясен источник и причины выплаты дивидендов, которая была произведена в этом наблюдении. Однако левая часть дает однозначный ответ о том, что выплата дивидендов была произведена за счет свободного денежного потока, причем выплачено было менее 50% во всех выделенных случаях. Таким образом, можно сделать вывод о том, что компании с отрицательной прибылью и высокой долговой нагрузкой могут выплачивать дивиденды.

Вторым особым случаем можно считать наблюдения, для которых оба коэффициента дивидендных выплат меньше нуля. Значение долговой нагрузки для них высокое и положительное. Вероятно, на выплату дивидендов привлекалась часть заемного капитала, которая легла в основу показателя долговой нагрузки. Однако дополнительный анализ наблюдений, попавших в эту категорию показывает, что во всех случаях наблюдается положительный коэффициент выплат дивидендов в чистой прибыли, а иногда и в свободном денежном потоке по консолидированной отчетности. Предположительно, такие компании также ориентировались в эти периоды времени на консолидированную отчетность группы, как, например, ПАО Соллерс в 2012 году, или на накопленную в прошлых периодах нераспределённую прибыль, как, например, ПАО КОКС в 2011 году.

Третьим особым случаем можно считать превышение сразу двух коэффициентов дивидендных выплат уровня 110%. Данный уровень намеренно выбран чуть более 100%, для допуска некоторой погрешности в расчетах и/или предоставляемой отчетности в базе

Блумберг. Это говорит о том, что такие компании могли выплатить дивиденды из накопленной нераспределенной прибыли в предыдущие годы или из денежных средств на балансе.

Скорее всего, все наблюдения, относящиеся к выделенным особым случаям, относятся к дивидендной политике, направленной на поддержание инвестиционной привлекательности и цены акции компании на торгах, чем на поддержание определенного коэффициента выплат или распределения полученной чистой прибыли между акционерами.



- Вся выборка
- Случай 1. Отрицательная долговая нагрузка при отрицательном показателе операционной прибыли
- △ Случай 2. Оба коэффициента дивидендных выплат меньше нуля
- ◆ Случай 3. Превышение сразу двух коэффициентов дивидендных выплат уровня 110%

(a)

(b)

Источник: расчеты авторов

Рисунок 3 – Диаграмма рассеяния коэффициентов выплат относительно чистой прибыли и свободного денежного потока (a) и долговой нагрузки и коэффициента выплат относительно чистой прибыли (b), 2006-2016 гг., %

Регрессионный анализ множественных моделей проведен только для наблюдений компания-год, для которых значение выплаченных дивидендов являлось ненулевым. Таким образом, в выборку вошли 146 компаний за период 2006-2016 гг. и 833 наблюдения из 1606 возможных после очистки от выбросов. Используются показатели чистой прибыли, свободного денежного потока, размер активов компании, а также показатели рентабельности активов (ROA) и собственного капитала (ROE). Высокая корреляция ряда показателей ограничивает их совместное использование в модели регрессии (табл. 1), поэтому все модели прошли дополнительные тесты на мультиколлинеарность.

Таблица 1. Матрица корреляций неконсолидированных финансовых показателей.

	Объем дивидендов	Чистая прибыль	Свободный денежный поток	Долговая нагрузка	ROA	ROE
Чистая прибыль	0.74					
Свободный денежный поток	0.81	0.62				
Долговая нагрузка	0.08	-0.03	0.08			
ROA	0.05	0.25	0.04	-0.19		
ROE	0.04	0.14	0.03	-0.15	0.76	
Активы	0.84	0.71	0.87	0.03	-0.02	-0.02

Источник: расчеты авторов

Модели оценки регрессии коэффициентов дивидендных выплат в чистой прибыли и в свободном денежном потоке тестировались при наборе регрессоров, который включал в себя показатель долговой нагрузки, логарифм размера компании (логарифм ее активов), предыдущее значение коэффициента в прошлом календарном году для учета возможной автокорреляции (табл. 2). Оценка проводилась с учетом фиксированных эффектов для учета индивидуальных для каждой компании аспектов дивидендной политики.

Таблица 2. Оценка коэффициента дивидендных выплат относительно неконсолидированных финансовых показателей с учетом долговой нагрузки.

	<i>Зависимая переменная - коэффициент дивидендных выплат относительно:</i>			
	чистой прибыли		свободного денежного потока	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Константа	-92.444 (77.923)	-183.734*** (63.135)	-522.710 (520.469)	21.695 (150.170)
Долговая нагрузка	-0.479 (0.926)	-1.062 (0.904)	-8.865* (4.536)	-3.617* (1.868)
L1(Div/Net Income)	0.013** (0.005)			
ROE		-0.210*** (0.077)		-0.002 (0.158)
L1(Div/Free Cash Flow)			0.579** (0.266)	
Log(Активы)	7.020 (5.834)	14.006*** (4.727)	45.585 (40.223)	0.134 (11.227)
Фиксированные эффекты	Индивидуальные			
Наблюдения	310	404	80	312
R ²	0.460	0.497	0.863	0.352
Скорректированный R ²	0.305	0.365	0.600	0.164
F-статистика	2.965***	3.756***	3.277***	1.874***
Примечание	В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов, L1 – значение показателя в предыдущем году (лаг – 1 год) Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$.			

Источник: расчеты авторов

Результаты оценки показали, что фиксированные эффекты объясняют большую часть волатильности коэффициентов дивидендных выплат, что является индикатором того, что у каждой компании существует некоторое свое правило относительно дивидендной политики, которое не поддается обобщению среди всей выборки с помощью типовых финансовых коэффициентов. В среднем, компании с большим размером активов выплачивали большую часть чистой прибыли (значимый коэффициент) и свободного денежного потока (коэффициент не значим, но стабилен). Кроме того, значимы и положительны коэффициенты при значениях исследуемого коэффициента дивидендных

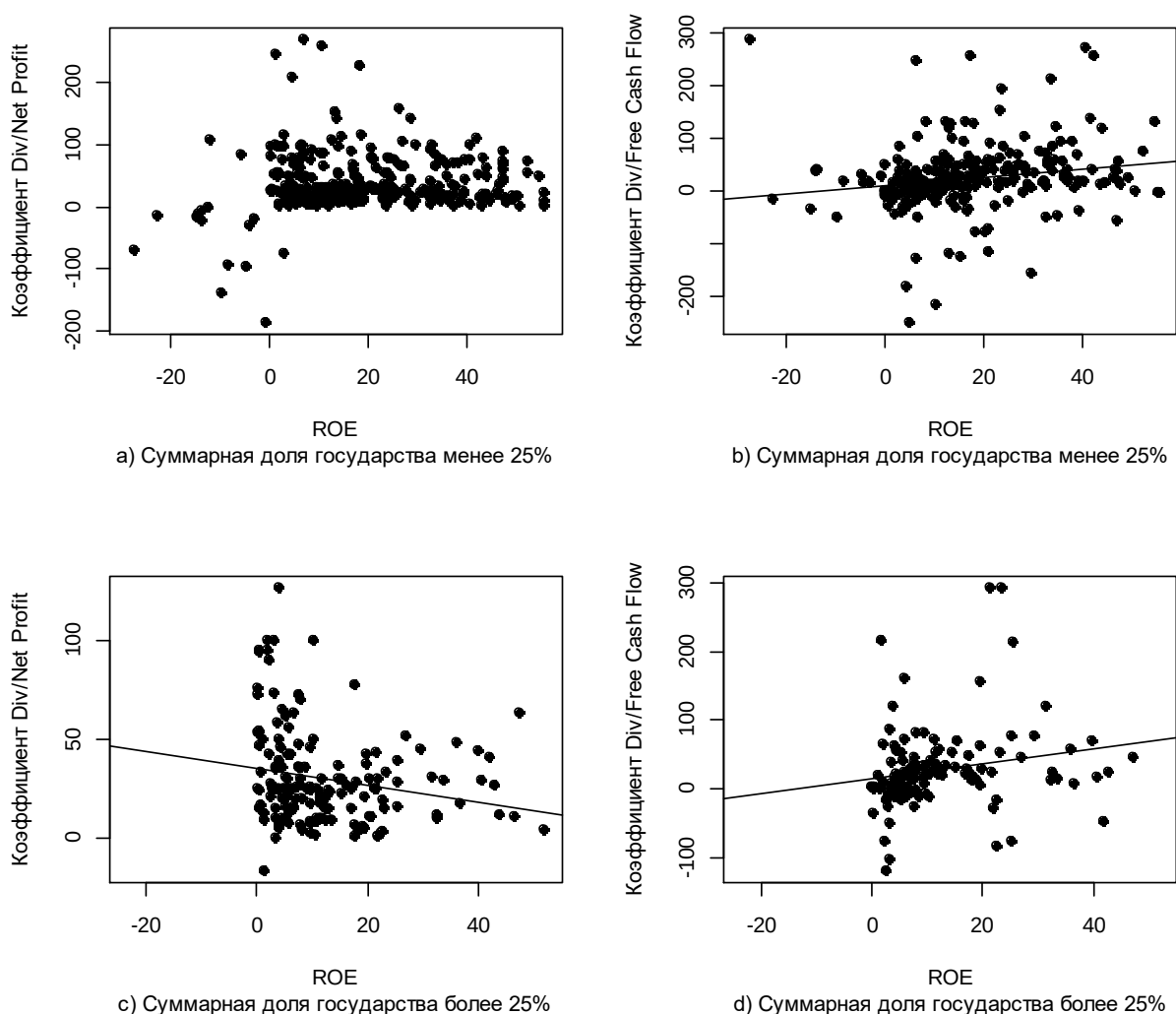
выплат как относительно чистой прибыли, так и денежного потока, в предыдущем периоде. Это говорит о том, что компании стремятся поддерживать некоторый заданный уровень дивидендных выплат и выплачивать постоянную доли прибыли или потока. Долговая нагрузка отрицательно и значимо влияет на оба коэффициента, соответственно, компании при повышении долговой нагрузки выплачивают меньшую долю дивидендов от прибыли или потока. Неожиданным оказался знак при рентабельности капитала – значимый и отрицательный.

Анализ влияния структуры собственности на размер выплаченных дивидендов был проведен на выборке 100 крупнейших по капитализации публичных компаний за период 2006-2016 гг. Для каждой из компаний была определена структура собственности по ежеквартальному отчету за 4 квартал каждого года. Особое внимание уделялось доле государства в структуре собственности. При анализе структуры выделялась прямая и косвенная доля государства, а затем была рассчитана суммарная государственная доля. Для проведения графического анализа далее выбран порог суммарной государственной собственности 25%. Этот порог означает, что у государства в косвенной и/или прямой доле суммарно находится блокирующий пакет акций, а саму компанию можно условно признать государственной.

На рис.4 представлено влияние рентабельности собственного капитала на размер дивидендных выплат, произведенных компаниями в каждый год, относительно их чистой прибыли (а и с) и свободного денежного потока (b и d). При этом графики построены таким образом, что верхняя строка (а и b) отражает наблюдения для частных компаний и компаний с миноритарным пакетом акций в суммарной собственности государства (менее 25%), а нижняя строка графиков (части b и d) – наблюдения с государственной собственностью более 25%. Кроме того, на графиках отображена линия парной регрессии, только в том случае, если зависимость между двумя параметрами значимая. Значимость определялась с помощью F-статистики, которая является тестом на одновременную незначимость всех коэффициентов в модели. Линия регрессии на графиках отображалась только в том случае, если вероятность не отвержения нулевой гипотезы о незначимости регрессии в целом была менее 5%.

Для компаний с малой долей государства или частых компаний не прослеживается значимой зависимости между коэффициентом рентабельности и коэффициентом дивидендных выплат относительно чистой прибыли. Разброс наблюдений слишком высок, достаточно много наблюдений в отрицательном квадранте. Наблюдается положительная и

значимая зависимость между рентабельностью капитала и коэффициентом дивидендных выплат относительно свободного денежного потока, однако она относительно слабая.



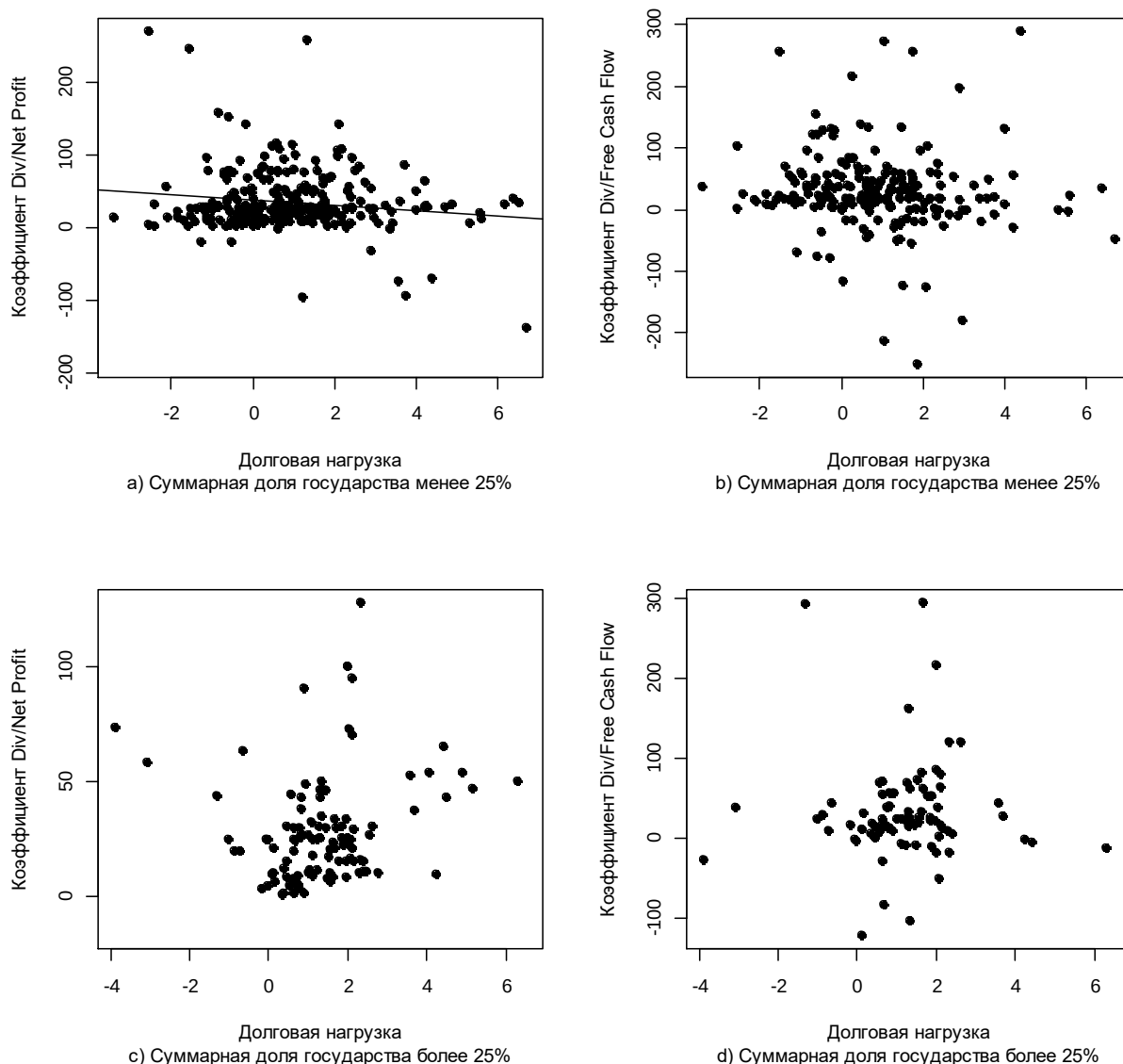
Источник: расчеты авторов

Рисунок 4 – Влияние рентабельности капитала на коэффициент дивидендных выплат относительно чистой прибыли (а, в) и свободного денежного потока (б, г) для компаний с долей государства менее 25% (а, б) и более 25% (в, г) 2006-2016 гг., %

Наиболее сильная зависимость проявляется для компаний с государственным участием. Причем зависимость между коэффициентом дивидендных выплат относительно чистой прибыли значимая и отрицательная, а относительно свободного денежного потока – значимая и положительная. Таким образом, за последние 11 лет компании с государственным участием с ростом прибыли выплачивали в качестве дивидендов все меньшую ее часть, если считать, что собственный капитал оставался примерно неизменным. Однако, вероятно, полученные высокие прибыли в ряде периодов

сохранялись на балансе в виде нераспределенной прибыли, что приводило к уменьшению коэффициента ROE в будущих периодах и выплатам дивидендов не из расчета полученной за период прибыли, а накопленных нераспределённых средств. Вероятно, причиной этого является инвестиционная программа государственных компаний, создание финансовых резервов или поддержание постоянного уровня дивидендов вне зависимости от полученной прибыли. Любая из причин привела бы к возникновению подобной зависимости. При этом положительная зависимость для коэффициента относительно свободного денежного потока говорит о том, что после учета средств, направленных, например, на инвестиционную программу из расчета полученной прибыли, можно сказать о том, что финансовая эффективность компании влияет на дивидендную политику в положительную для инвесторов сторону. Тестирование отдельных периодов, например, после 2014 года, не показало значительных изменений в полученных выводах.

На рис.5 представлено влияние долговой нагрузки на размер дивидендных выплат, произведенных компаниями в каждый год, относительно их чистой прибыли (a и c) и свободного денежного потока (b и d). Для государственных компаний не выявлено значимой зависимости между дивидендной политикой и долговой нагрузкой. Также не выявлено зависимости и для частных компаний и коэффициента дивидендных выплат относительно свободного денежного потока. Однако для частных компаний и коэффициента относительно чистой прибыли выявлена отрицательная связь, которая говорит о том, что с ростом долговой нагрузки компании выплачивают меньшую часть чистой прибыли, накапливая остальную часть на балансе. Эти средства должны формировать денежные запасы компании и направляться на покрытие долговых обязательств. Для государственных компаний облако наблюдений разбросано равномерно, высокие выплаты дивидендов встречаются на любом уровне долговой нагрузки, что свидетельствует о вероятном более легком бремени обязательств для государственных компаний.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 5 – Влияние долговой нагрузки на коэффициент дивидендных выплат относительно чистой прибыли (а, в) и свободного денежного потока (б, г) для компаний с долей государства менее 25% (а, б) и более 25% (в, г) 2006-2016 гг., %

Наиболее ключевой проблемой дивидендных выплат является принятие решения о выплате дивидендов. Размер выплаты является второстепенной проблемой и, вероятно, поэтому выявленные зависимости для этого показателя не могут полностью описать его волатильность. При принятии положительного решения о выплате дивидендов на размер выплаты, помимо финансовых показателей за прошедший период, могут влиять как настроения инвесторов на рынке, инвестиционная программа, финансовые показатели, так и целевая дивидендная политика, законодательные рекомендации для государственных компаний и правило поддержания постоянного или растущего дивидендного потока.

Для оценки того, какие факторы оказывают влияние на принятие решения о выплате дивидендов, использовала пробит-модель регрессии, в левой части которой стоит бинарная переменная. Она принимает значение единица, если в некоторый период в компании была произведена любая выплата дивидендов (размер дивиденда на одну акцию больше нуля), и значение, равное нулю, иначе.

В качестве регрессоров использован набор переменных, часть из которых является классическими факторами в исследовании международной практики дивидендной политики. Так, например, в набор факторов вошел размер компании, выраженный логарифмом размера активов, характеристики финансовой эффективности компании такие, как рентабельность собственного капитала и рентабельность активов. Кроме того, использована дамми переменная, которая принимает значение единица, если за отчетный период компанией был получен положительный свободный денежный поток, и ноль – иначе.

В качестве показателей, характеризующих долг и долговую нагрузку, использован показатель финансового рычага, который рассчитан как отношение общей суммы краткосрочных и долгосрочных обязательств к размеру активов, и показатель долговой нагрузки, который рассчитан как отношение чистого долга (с учетом денежных средств на балансе компании) к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA).

Также в список регрессоров вошла характеристика структуры собственности, в частности, доли государства. Так, отдельно анализируется сначала прямая и косвенная доля государства, а затем совместная оценка присутствия государственных органов. Результаты оценки наиболее подходящих модификаций моделей представлены в табл. 3. Аналогичные модели тестировались с учетом различных фиксированных эффектов, однако значительных изменений в представленных оценках не наблюдается, поэтому результаты не приводятся.

Таблица 3 – Влияние финансовых показателей на принятие решения о выплате дивидендов

	<i>Зависимая переменная:</i>		
	Выплата дивидендов (1 – да, 0 – нет)		
	(1)	(2)	(3)
Константа	-2.083*** (0.389)	-2.532*** (0.393)	-2.057*** (0.387)
Прямая государственная собственность	-0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	
Косвенная государственная собственность	0.004 (0.003)	0.005* (0.003)	
Суммарная государственная собственность			0.002 (0.002)
Размер активов	0.202*** (0.036)	0.207*** (0.033)	0.200*** (0.036)
Долговая нагрузка	-0.066*** (0.019)		-0.065*** (0.019)
ROE	0.013*** (0.003)		0.013*** (0.003)
Финансовый рычаг		0.001 (0.003)	
ROA		0.031*** (0.006)	
Положительный свободный денежный поток (1 – да, 0 – нет)	0.303** (0.136)	0.450*** (0.117)	0.299** (0.136)
Наблюдения	495	618	495
R ² МакФаддена	0.745	0.677	0.744

Примечание В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов
Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$.

Источник: расчеты авторов

Показателем качества модели выбран коэффициент детерминации МакФаддена (индекс отношения правдоподобия). Он показывает, что модели подобраны достаточно хорошо, даже без учета каких-либо дополнительных индивидуальных или отраслевых эффектов. В среднем, анализ выходных данных модели показал, что каждая из них неверно предсказывает менее 30% наблюдений, что является достаточно хорошим показателем для описания дивидендной политики.

Интерпретация самих коэффициентов пробит-модели напрямую невозможна, поэтому, в первую очередь, стоит обратить внимание на знак полученных оценок коэффициентов. Так, влияние прямой или суммарной государственной доли незначимо, а влияние косвенной доли значимо и положительно. Это говорит о том, что косвенное владение позволяет выплачивать дивиденды, которые являются следствием более эффективного управления и повышенности финансовой результативности, как показывали предыдущие исследования. Для интерпретации коэффициентов необходим расчет маржинальных эффектов. В случае с косвенной долей государства ее рост на 10 процентных пунктов ведет к повышению вероятности выплаты дивидендов на 1.6 процентных пункта при прочих равных. Для прямой и суммарной государственной доли маржинальный эффект составляет менее 0.5 процентных пункта.

Размер активов компании оказывает положительное влияние на принятие решения о выплате дивидендов. Данное влияние значимо и положительно во всех модификациях. Предельный эффект равен 6.1-6.5 п.п. при изменении логарифма активов на единицу. Это наибольший предельный эффект, который, впрочем, является следствием того, что прирост логарифма активов на единицу должен быть вызван очень резким и большим приростом активов.

Коэффициент долговой нагрузки значимо и отрицательно влияет на принятие решения о выплате дивидендов, что является ожидаемым результатом, предсказанном классическими дивидендными теориями. Предельный эффект равен -2 п.п. при росте коэффициента долговой нагрузки на единицу. Однако финансовый рычаг влияет незначимо во всех тестируемых модификациях. Отсутствие значимого влияния было рассмотрено и выявлено для коэффициентов дивидендных выплат, данная тенденция сохранилась и для бинарной переменной. Вероятно, такой результат может быть связан с различной политикой привлечения собственного и заемного капитала для разных компаний, поэтому прямого усредненного по выборке влияния нет.

Коэффициенты рентабельности собственного капитала и активов значимо и положительно влияют на вероятность дивидендных выплат. Предельные эффекты равны 4 п.п. и 9.7 п.п., соответственно, для роста коэффициентов на 10 п.п. Положительное значение свободного денежного потока увеличивает вероятность выплаты дивидендов на 14 процентных пунктов, что достаточно много по сравнению с остальными маржинальными эффектами. Таким образом, эти коэффициенты подтверждают, что финансовая эффективность и наличие притока денежных средств после учета инвестиционной программы ведет к росту вероятности дивидендных выплат.

4 Заключение

Анализ факторов, влияющих на дивидендную политику был проведен на выборке всех публичных компаний, акции которых находятся в обращении на Московской бирже на временном диапазоне от 2006 года до 2016 года. Изучение агрегированной статистики показало, что наблюдаются существенные изменения во временной структуре и объемах выплат внутри календарного года. Так, от высокого уровня дивидендов с началом роста накопленных выплат в апреле-мае в 2006 году, наблюдалось значительное снижение и отсрочка платежей в 2007-2009 гг. На фоне плавного роста объемов выплат с 2014 году основные начисления дивидендов за прошедший год сместились на 2 месяца позднее.

Расчет реальных объемов дивидендов показал, что рост номинальных объемов недостаточно быстрый и размер дивидендных выплат в зафиксированных ценах 2005 года являлся максимальным в 2006 году на временном промежутке 2006-2016 гг. В 2016 году реальный объем выплаченных дивидендов составляет немногим больше половины от объема реальных выплат в 2006 году.

Анализ выборки публичных компаний, которые выплачивали дивиденды хотя бы один раз за период с 2006-2016 гг. показал, что компании с большим размером активов выплачивали большую часть чистой прибыли и свободного денежного потока. Кроме того, согласно результатам оценки, компании стремятся поддерживать некоторый заданный уровень дивидендных выплат и выплачивать постоянную доли прибыли или потока. Долговая нагрузка влияет отрицательно и значимо на оба коэффициента, соответственно, компании при повышении долговой нагрузки выплачивают меньшую долю дивидендов от прибыли или потока.

Показано, что за последние 11 лет компании с государственным участием с ростом прибыли выплачивали в качестве дивидендов все меньшую ее часть, а полученные высокие прибыли в ряде периодов сохранялись на балансе в виде нераспределенной прибыли. Причиной этого может быть инвестиционная программа государственных компаний, создание финансовых резервов или поддержание постоянного уровня дивидендов вне зависимости от полученной прибыли. При этом после учета средств, направленных, например, на инвестиционную программу, можно сказать о том, что финансовая эффективность компании влияет на дивидендную политику в положительную для инвесторов сторону.

С ростом долговой нагрузки частные компании выплачивают меньшую часть чистой прибыли, формируя денежные запасы, например, для покрытия долговых обязательств. Для

государственных компаний зависимости не выявлено, что свидетельствует о вероятном более легком бремени обязательств для государственных компаний.

На процесс принятия решения о производстве дивидендных выплат в текущем году влияние прямой или суммарной государственной доли незначимо, а влияние косвенной доли значимо и положительно. Косвенное владение позволяет выплачивать дивиденды, которые являются следствием более эффективного управления и повышенной финансовой результативности. Размер активов компании оказывает положительное влияние на принятие решения о выплате дивидендов. Коэффициент долговой нагрузки значимо и отрицательно влияет на принятие решения о выплате дивидендов. Коэффициенты рентабельности собственного капитала и активов значимо и положительно влияют на вероятность дивидендных выплат. Таким образом, результаты оценки подтверждают, что финансовая эффективность и наличие притока денежных средств после учета инвестиционной программы ведет к росту вероятности дивидендных выплат.

Список литературы

1. Aharony, J., Swary, I., 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *J. Financ.* 35, 1–12.
2. Allen, F., Bernardo, A.E., Welch, I., 2000. A theory of dividends based on tax clienteles. *J. Financ.* 55, 2499–2536.
3. Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R., 1977. Do changes in dividends signal the future or the past? *J. Financ.* 52, 1007–1034.
4. Bernheim, B., 1991. Tax policy and the dividend puzzle. *RAND J. Econ.* 22, 455–476.
5. Bhattacharya, S., 1979. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell J. Econ.* 10, 259–270.
6. Garrett, I., Priestley, R., 2000. Dividend behavior and dividend signaling. *J. Financ. Quant. Anal.* 35, 173–189.
7. Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E., 2010. Dividend stickiness and strategic pooling. *Rev. Financ.* 23, 4455–4495.
8. Harford, Jarrad, Sattar A. Mansi, and William F. Maxwell, 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87, 535-555
9. Jensen, Michael C., 1986. Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.

10. Jensen, Michael C., and William H. Meckling, 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
11. John, K., Williams, J., 1985. Dividends, dilution, and taxes: a signalling equilibrium. *J. Financ.* 40, 1053–1070.
12. Kumar, P., 1988. Shareholder–manager conflict and the information content of dividends. *Rev. Financ. Stud.* 1, 111–136.
13. Leary, M.T., Michaely, R., 2011. Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *Rev. Financ. Stud.* 24, 3197–3249.
14. Lintner, J., 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*. Vol. 46(2), 97-113.
15. Loderer, C. and Mauer, D., 1992. Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*. Vol. 47(1), 201-225.
16. Miller M. H., Modigliani F., 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. Vol. 34(4), 420.
17. Miller, Merton H., and Kevin Rock, 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
18. Nissim, D. и Ziv, A., 2001. Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*. Vol. 56(6), 2111-2133.
19. Исследование дивидендных политик компаний с государственным участием: российский и зарубежный опыт. / Под ред. д. э. н. И. Н. Рыковой. Научный доклад. – М.: Научно-исследовательский финансовый институт, 2015.
20. Ружанская Л., Лукьянов С., 2010. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов. *Вопросы экономики*. № 3, 132-146