

**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.

**Долгосрочные изменения в структуре собственности
крупнейших российских компаний и их влияние
на показатели деятельности**

Москва 2019

Аннотация. На основании выборки из 213 нефинансовых публичных российских компаний из листинга Московской биржи за период 2005-2017 гг. в работе исследуется дивидендная политика корпоративного сектора России. Протестированы сигнальные и агентские дивидендные гипотезы для российских компаний.

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 2018 год

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
1 Сглаживание дивидендов российских компаний	5
2 Описание статистики выплат дивидендов и финансовых характеристик	9
3 Факторы, определяющие дивидендную политику	18
4 Заключение.....	24
Список литературы	26

Введение

На основании выборки нефинансовых публичных российских компаний за период 2005-2017 гг. в работе исследуется дивидендная политика корпоративного сектора России. Протестированы сигнальные и агентские дивидендные гипотезы для российских компаний.

Результаты оценки показали, что данные российских компаний не поддерживают сигнальную и агентскую теории, а их менеджеры не производят долгосрочной оценки перспектив, корректируя объем дивидендов в краткосрочном периоде и ориентируясь при принятии решения во многом на текущую прибыль компании. Не выявлено однозначного подтверждения того, что компании придают важное значение стабильности дивидендных платежей с целью сигнала о будущей прибыльности или минимизации агентских издержек.

Исследованы разные альтернативы дивидендной политики с помощью одномерного сравнительного анализа характеристик компаний и множественной логит-модели, а также с помощью метода панельных данных.

Показано, что с ростом размера компании и ее рентабельности активов при прочих равных растет вероятность увеличения дивидендных выплат и уменьшается вероятность отсутствия дивидендов. Рост капитальных затрат и задолженности значительно уменьшает вероятность увеличения дивидендов и увеличивает отсутствия дивидендных выплат. Волатильность операционной рентабельности активов не значима, что означает отсутствие долгосрочных ориентиров при выборе дивидендной политики.

Фирмы, выплачивающие дивиденды имеют более высокую государственную собственность, чем фирмы, которые не осуществляют выплаты. При этом значимых различий между компаниями, увеличивающими и уменьшающими выплаты, в государственной собственности нет. Это говорит о том, что государственные компании выплачивают дивиденды из-за обязательств, которые на них накладываются, однако не заботятся при этом об информационном содержании дивидендного сигнала, уменьшая или увеличивая его в соответствии с, очевидно, краткосрочными результатами деятельности.

Настоящий препринт был написан на основе научно-исследовательской работы на тему «Долгосрочные изменения в структуре собственности крупнейших российских компаний и их влияние на показатели деятельности», выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2018 г.

1 Сглаживание дивидендов российских компаний

Слабый фондовый рынок, отсутствие ежедневных котировок акций и наличие доминирующих компаний в листинге («голубые фишки»), которые значительно отличаются как по ликвидности, так и по размерам и прочим характеристикам от остальных компаний в России – все это ставит вопрос о том, могут ли фирмы сгладить свои дивиденды согласно модели частичной корректировки Линтнера [1], разработанной для развитых рынков и поддерживающей сигнальную и агентскую гипотезы.

Согласно модели, текущий дивиденд фирмы i в период t ($D_{t,i}$) корректируется частично и стремится к целевому значению выплат ($D_{t,i}^*$) со скоростью корректировки (c_i):

$$\Delta D_{t,i} = a_i + c_i(D_{t,i}^* - D_{t-1,i}) + e_{t,i} \quad (12)$$

Целевой коэффициент выплат (r) является функцией от прибыли на одну акцию ($E_{t,i}$), при подстановке которой в модель частичной корректировки получается эмпирический вид модели Линтнера:

$$D_{t,i} = a_i + (1 - c_i)D_{t-1,i} + c_i r_i E_{t,i} + e_{t,i} \quad (13)$$

Эмпирически модель Линтнера можно оценить регрессией текущего размера дивиденда на акцию на дивиденд прошлого периода и текущую прибыль на акцию.

Для развивающихся рынков достаточно сложно собрать выборку компаний с длинными рядами финансовой и дивидендной информации. Поэтому, подобно Фама и Френч [2] и Айвазян и др. [3], значимые оценки можно получить, объединив все наблюдения в единую модель пула.

Для тестирования модели Линтнера, а также косвенно сигнальной и агентской теории дивидендов, использовалась выборка российских крупнейших публичных компаний. Модель Линтнера оценивается в виде следующего уравнения регрессии:

$$D_{t,i} = a_i + (1 - c_i)D_{t-1,i} + c_i r_i E_{t,i} + e_{t,i} \quad (14)$$

Для проверки устойчивости данных анализируется четыре набора наблюдений из составленной выборки:

1. Вся выборка

2. Только компании, которые хотя бы один раз выплачивали дивиденды за период 2006-2017 гг.
3. Только компании, которые хотя бы пять раз выплачивали дивиденды за период 2006-2017 гг.
4. Только наблюдения с ненулевым размером дивидендов.

Необходимость четырех наборов данных обоснована тем, что лишь 146 компаний из 213 выплачивали дивиденды хотя бы один раз за период. Лишь 85 компаний выплачивали дивиденды хотя бы 5 раз за тринадцатилетний промежуток, что приводит к нулевым значениям дивидендов в 60% и более от всего временного горизонта при наблюдаемой динамике прибыли на акцию. Практика включения в анализ модели Линтнера лишь наблюдений с ненулевым дивидендом широко применяется для проверки устойчивости выводов, полученных на первичной выборке компаний.

В таблице 1 представлены результаты оценки модели частичной корректировки для четырех наборов наблюдений из общей выборки компаний.

Таблица 1 – Результаты оценки модели Линтнера для российских компаний, 2006-2017 гг.

	<i>Зависимая переменная: Размер дивиденда</i>			
	Номер использованной выборки			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Дивиденд в прошлом году	0.797*** (0.011)	0.665*** (0.015)	0.667*** (0.019)	0.412*** (0.025)
Размер прибыли на акцию	0.0001 (0.0002)	0.138*** (0.010)	0.137*** (0.013)	0.404*** (0.021)
Количество наблюдений	1,746	1,280	832	632
R ²	0.752	0.783	0.785	0.846
Скорректированный R ²	0.751	0.783	0.785	0.846
F Statistic	2,639.497***	2,309.939***	1,518.294***	1,734.353***

Примечание В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов

Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$.

Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds и Bloomberg

Ожидаемо, оценка первой, полной начальной выборки не приводит к корректным результатам. Размер прибыли на акцию в модели не значим, а коэффициент при прошлом значении дивидендов сильно завышен. При удалении всех компаний, которые ни разу не выплатили дивиденды за весь рассматриваемый тринадцатилетней временной

промежуток, наблюдается резкий скачок значимости коэффициента при прибыли на одну акцию.

Дальнейшее сокращение выборки до компаний с минимум пятью выплатами приводит к примерно аналогичным результатам, что указывает на устойчивость полученных зависимостей. Однако последующее удаление всех наблюдений с нулевыми дивидендами порождает новый скачок как в коэффициентах, так и в значимости, что говорит о существенных различиях в выборках и необходимости их совместной оценки.

Результаты оценки показывают неожиданно высокий коэффициент детерминации для всех использованных наборов данных, что достаточно нетипично для развивающихся стран. Модели на основе второй и третьей выборки приводят к коэффициенту детерминации 78%, а модель на основе сокращенной выборки наблюдений с не нулевыми дивидендами повышает его до 85%. Для США по ряду исследований коэффициент детерминации в аналогичной модели составляет примерно 90%.

Во второй и третьей моделях наблюдается достаточно высокий коэффициент при размере дивиденда в прошлом году – 0,67. Для сравнения с американскими фирмами можно привести исследование Айвазян и др. [3] с коэффициентом 0.88, Дивентер и Везер [4], которые оценили этот коэффициент в 0.95, Линтнер [1] с коэффициентом 0.7 и Фама и Бабиак [5] с коэффициентом 0.63. Относительно высокое значение данного коэффициента в России означает курс на стабилизацию дивидендных выплат.

Согласно определению коэффициентов регрессии в модели Линтнера скорость корректировки дивидендов и размер целевой выплаты определяется, исходя из следующих соотношений:

$$\beta_1 = (1 - c)$$

$$\beta_2 = c * r$$

Таким образом, расчетные значения скорости корректировки дивидендов и размера целевой выплаты для выборки российских компаний определены в таблице 2.

Таблица 2 - Скорость корректировки дивидендов и размер целевой выплаты для выборки российских компаний

	По результатам модели, оценённой с помощью выборки:			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Скорость корректировки дивидендов	0.2028	0.3349	0.3331	0.5883
Размер целевого коэффициента выплат	0.05	41.17	41.23	68.63

Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds и Bloomberg

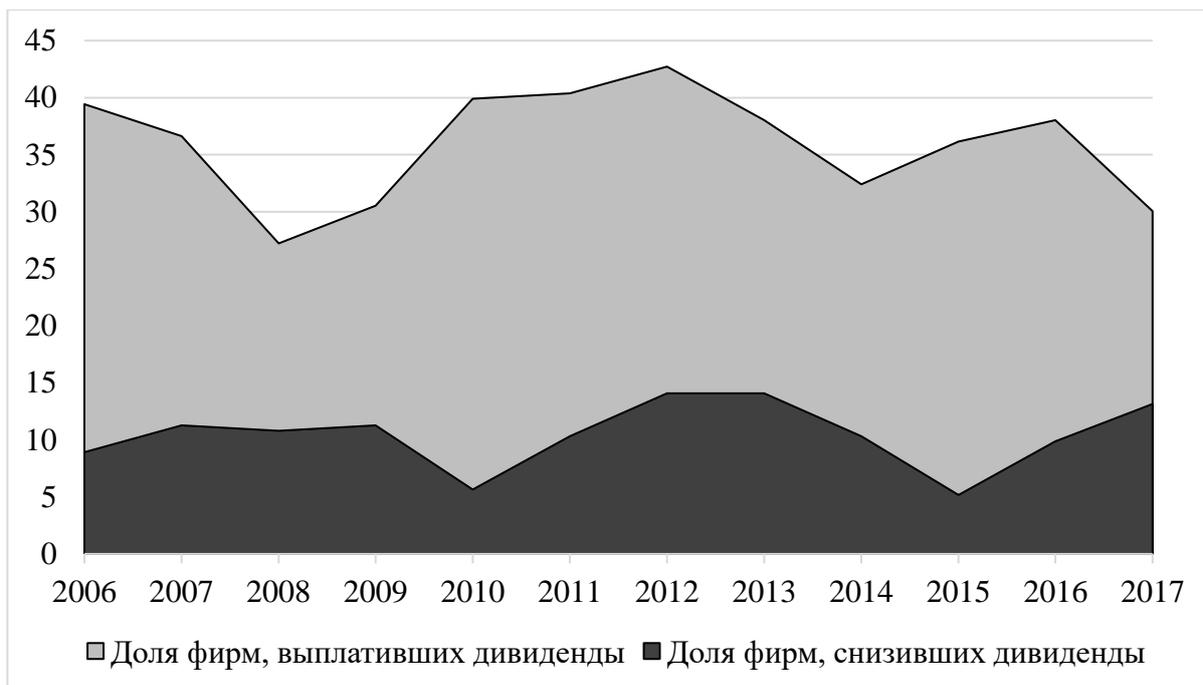
Согласно второй и третьей моделям скорость корректировки дивидендов составляет 0.33, что выше, чем аналогичный показатель для американских компаний. Тем не менее, скорость достаточно мала, особенно в сравнении с оценками для развивающихся стран, что говорит о достаточно сильном сглаживании дивидендов и их, в целом, медленной корректировке к целевому уровню. Если же принимать во внимание лишь наблюдения с не нулевыми дивидендами, то скорость корректировки существенно повышается. Это связано с тем, что модель Линтнера очень чувствительна к большому объему наблюдений с отсутствием выплат. Поэтому, согласно оценкам четвертой выборки, российские компании, регулярно выплачивающие дивиденды, предпочитают их корректировать быстро, придавая несколько меньшее значение прошлому размеру дивидендов, что согласуется с результатами для развивающихся рынков.

Целевой размер выплат по оценкам второй и третьей выборки наблюдений составляет порядка 41%, что ниже коэффициента для американских компаний (примерно 50% в среднем по исследованиям). Однако при оценке четвертой выборки видно, что такое низкое значение обусловлено усреднением в модели пула результатов оценок для наблюдений с и без выплат дивидендов. При анализе только наблюдений с выплаченными дивидендами показано, что коэффициент дивидендных выплат составляет в среднем 68% от объема полученной прибыли на акцию. Это указывает на то, что российские компании не поддерживают сигнальную и агентскую теории, а их менеджеры не производят долгосрочной оценки перспектив, корректируя объем дивидендов в краткосрочном периоде и ориентируясь при принятии решения во многом на текущую прибыль компании. Нет однозначного подтверждения того, что компании на развивающемся рынке России придают важное значение стабильности дивидендных платежей с целью сигнала о своей будущей прибыльности или минимизации агентских издержек.

2 Описание статистики выплат дивидендов и финансовых характеристик

Исследования американского рынка, начиная с Линтнер [1], показывали, что фирмы отказывались от сокращения дивидендов, а в случае сокращения сталкивались со значительной отрицательной реакцией на фондовом рынке (например, Гош и Вулридж [6] и Денис и др. [7]). Для российских компаний данная статистика показывает смешанный результат (рисунок 1). Оценку того, как часто компании прибегают к снижению дивидендов, можно провести, например, рассчитав долю компаний, выплативших дивиденды, и доля компаний, которые уменьшили дивиденды, от общего размера выборки. В расчетах учитываются только наблюдения, в которых компания выплачивала дивиденды в текущем и прошлом периоде подряд.

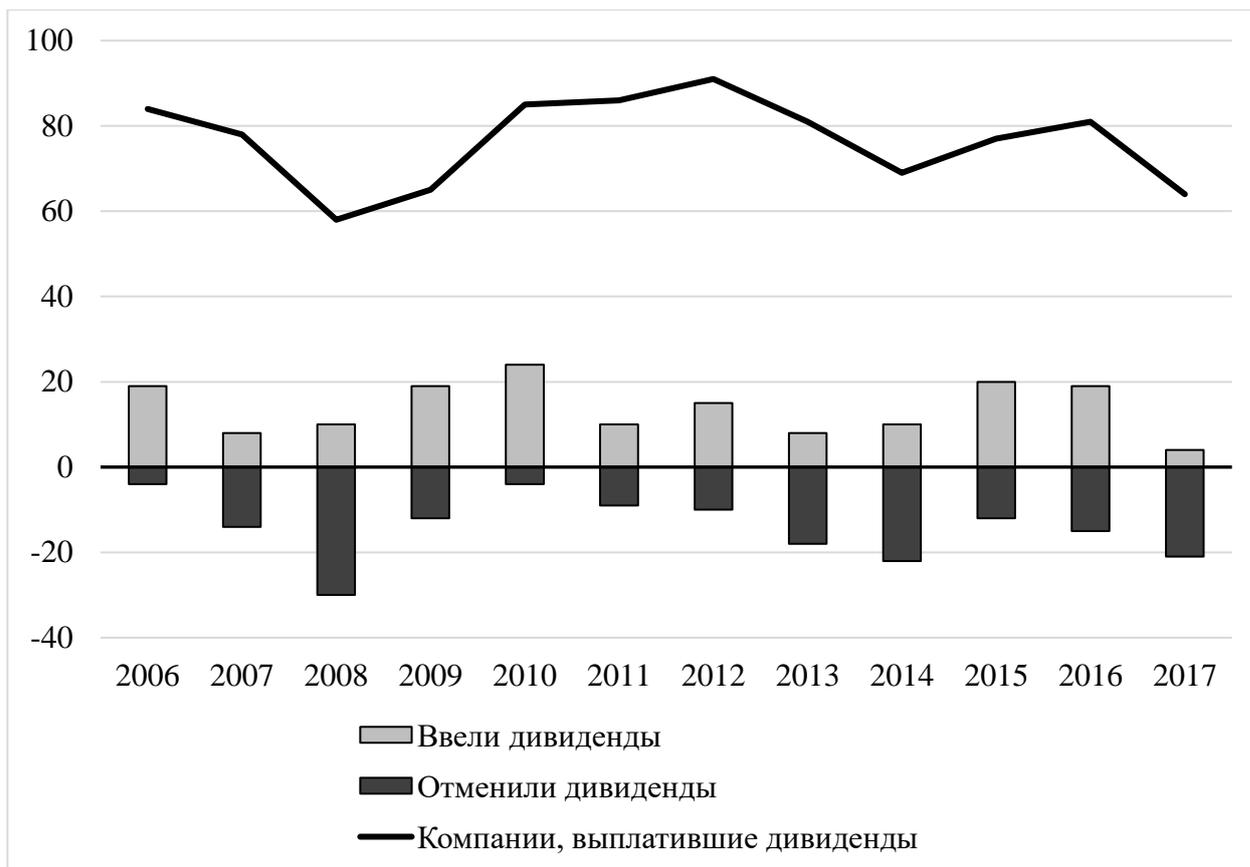
В то время, как доля компаний, выплачивающих дивиденды, от общего количества фирм в выборке (213) колеблется от 22% до 36%, доля компаний, снижающих дивиденды весьма нестабильна. Так, в 2008 и 2009 году оба значения сблизилась максимально: лишь 23% и 22% компаний, соответственно, из выборки выплатили дивиденды, а 11% из них их сократили по отношению к размеру дивидендов в прошлом году. В 2017 году наблюдается схожее, немного меньшее сближение: при 28% выплачивающих дивиденды компаниях 13% компаний снизили их размер. При этом в 2011 году наблюдается наиболее сильная обратная ситуация: лишь 6% компаний уменьшили дивиденды по сравнению с тем, что 29% компаний их выплатили. Также в 2006-2007, 2010-2013, 2015-2016 гг. преобладали компании, которые повышали дивиденды. Таким образом, вероятно, дивидендная политика российских компаний не отображает сигнальную роль дивидендов или гипотезу о нежелании их снижения.



Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds

Рисунок 1 - Доля компаний, выплачивающих дивиденды минимум 2 года подряд, и компаний, снижающих дивиденды, 2006-2017 гг., %

Отдельно стоит рассмотреть количество компаний, которые отменяли или вводили (заново) дивидендные выплаты (по сравнению с предыдущим годом) (рисунок 2). В 2008 году количество компаний, отменивших выплаты дивидендов, в 3 раза превышает количество компаний, которые их ввели, 30 и 10 компаний, соответственно. Еще более критичный разрыв наблюдается в 2017 году: количество компаний, отменивших выплаты дивидендов, в 5,25 раз превышает количество компаний, которые их ввели (т.е. не выплачивали в 2016 году), 21 и 4 компании, соответственно. Также существенный перевес отмены дивидендов наблюдался в 2007 и 2013-2014 гг. В остальные годы, напротив, наблюдался перевес ввода дивидендных выплат по сравнению и их отменой. Это говорит о том, что политика дивидендов у российских компаний не отличается стабильностью. Одна и та же компания может как выплачивать дивиденды, так и пропускать их выплату несколько лет. Также, нельзя сказать однозначно, что наблюдается спад или рост дивидендных выплат. Несмотря на позитивную тенденцию в 2015-2016 гг., в 2017 году тренд на выплаты дивидендов стал резко отрицательным.



Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds

Рисунок 2 - Количество компаний, выплачивающих дивиденды, а также отменивших или начавших дивидендные выплаты, 2006-2017 гг., %

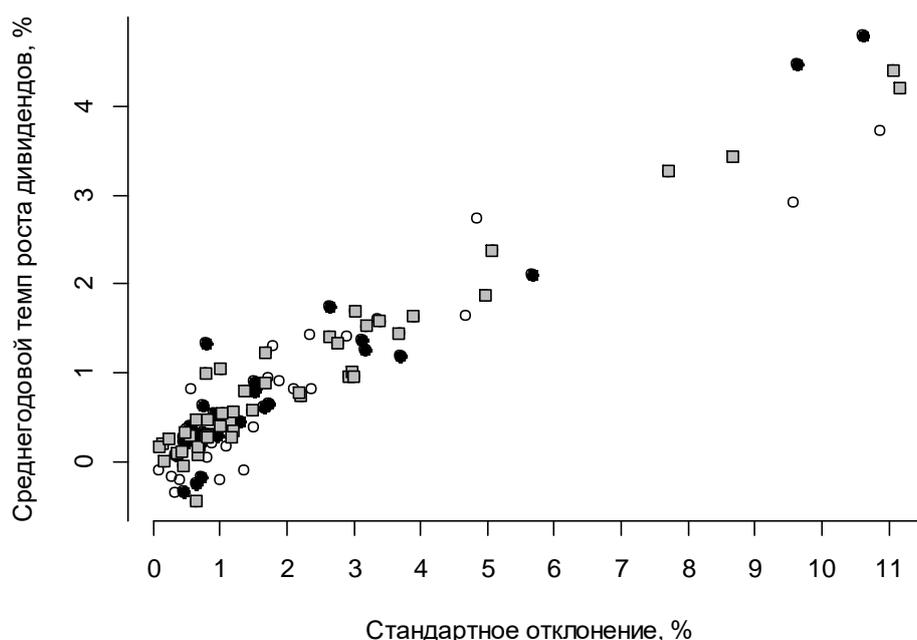
На выборке американских компаний также часто показывается гладкий рост дивидендов и их низкая волатильность в совокупности с резкими и волатильными изменениями объемов выкупов акций. Соответствующая гипотеза говорит о том, что дивиденды отражают прогнозы относительно стабильной части потенциального дохода в будущем, а выкупы – его волатильную, переменную часть.

На выборке российских компаний в качестве описательной статистики для проверки этой гипотезы можно использовать два основных показателя: среднегодовой темп роста дивидендов и стандартное отклонение темпов роста дивидендов. Для вычислений выборка наблюдений ограничена теми наблюдениями, в которых компании выплачивали дивиденды минимум 2 года подряд. Дополнительным ограничением стало наличие минимум трех лет выплат дивидендов. Это сократило выборку, однако позволило рассчитать и сравнить меры дивидендной политики наиболее корректно.

Помимо общих трендов также интерес представляют различия между стабильностью дивидендной политики частных компаний и компаний с государственным

участием (КГУ). За КГУ на данном рисунке приняты компании, суммарная (прямая и косвенная) собственность которых равна или превышает 10%, что соответствует определению ОЭСР.

На рисунке 3 видно, что средние темпы роста дивидендов уступают мере волатильности. Наибольший рост дивидендов наблюдается для двух компаний с государственным участием: Трансконтейнер и Башнефть. Для них же наблюдается и наибольший риск среди всех КГУ. Все остальные КГУ расположено значительно ниже и левее, что говорит о их меньших темпах роста при более стабильной дивидендной политике (меньше волатильность). Среди частных компаний больше наблюдений в зоне высокого стандартного отклонения, что может указывать на большую коррекцию дивидендов в соответствии с размерами полученной прибыли. В целом, выборку российских компаний характеризует очень высокая неоднородность.



Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds

Примечание: черным кружком обозначены КГУ, серым квадратом – частные компании, белый круг обозначает компании без сведений о структуре собственности

Рисунок 3 - Среднегодовое значение и стандартное отклонение темпов роста дивидендов для компаний с государственным участием (КГУ) и частных компаний, 2006-2017 гг., %

Предпосылка Линтнера заключается в том, что менеджеры предпочитают регулярно увеличивать дивиденды и, если возможно, избегать уменьшения дивидендов. Его результаты предсказывают, что увеличение дивидендов производится

фирмами с более высокими и более стабильными денежными потоками и связано с постоянными, но не обязательно временными компонентами денежного потока, а снижение дивидендов происходит менее часто и сопровождается низкой производительностью. Таким образом, можно протестировать ряд гипотез:

- При высокой неопределенности в отношении будущих потоков денежных средств, фирма будет в меньшей степени использовать дивидендные выплаты.
- Поскольку операционные денежные потоки, как правило, являются более постоянными, чем не операционные потоки, ожидается положительная связь между операционными доходами и дивидендами.
- Увеличение дивидендов сопровождается ростом последующих денежных потоков.

Существует ряд переменных, которые могут быть связаны с решением о выплате дивидендов. На основе базы данных Bloomberg построены прокси этих переменных для всех ПАО, следуя подходу Джаганнанзан и др. [8]. Анализ фокусируется на денежном потоке и его компонентах: операционном доходе, не операционном доходе и капитальных затратах. Чтобы уменьшить шум, вызванный волатильностью многих переменных, используются средние значения за три последних года до периода, в который была произведена выплата.

В качестве меры размера компании используется балансовая стоимость общих активов за год до совершения выплаты. Операционная рентабельность активов является усредненным за последние три года отношением операционного дохода к совокупным активам. Не операционная рентабельность активов является усредненным за последние три года отношением не операционного дохода к совокупным активам. Стандартное отклонение операционных доходов представляет собой стандартное отклонение отношения операционного дохода к балансовой стоимости активов, измеренной за 5-летний период. Капитальные затраты являются усредненным за последние три года отношением капитальных затрат к совокупным активам. Коэффициент выплаты дивидендов в прошлом периоде является отношением общего дивиденда за предыдущий год к чистой прибыли. Коэффициент рыночной стоимости представляет собой усредненное за последние три года отношение рыночной стоимости капитала к номинальной стоимости капитала. Коэффициент задолженности представляет собой усредненное за последние три года отношение всех обязательств к совокупным активам. Увеличение дивидендов, деленное на рыночную стоимость капитала, является отношением разницы общих дивидендов за предыдущий год и общих дивидендов за текущий год к рыночной стоимости капитала.

Государственная собственность является долей акций, находящихся в прямой или косвенной собственности у государства или представляющих его органов в течение года до выплаты (данная мера была рассчитана вручную на основе ежеквартальных отчетов компаний и лишь для узкой выборки наибольших компаний).

В таблице 3 представлены статистические данные о различиях между фирмами, которые имеют разную дивидендную политику или разные решения по расчетным медианным значениям. Сравнение структуры собственности показано в таблице 4. В столбце 1 приведены значения коэффициентов для всей выборки, которая состоит из всех наблюдений. В столбце 2 представлены средние значения для наблюдений, в которых отсутствует выплата дивидендов в течение года. В столбце 3 представлены средние значения для выборки наблюдений, в которых присутствует отличная от нуля годовая дивидендная выплата. В столбцах 4-6 представлены средние значения для выборки наблюдений, в которых наблюдается снижение, увеличение и неизменный размер дивидендов, соответственно. При этом неизменным дивидендом считается изменение дивиденда как в меньшую, так и в большую сторону в пределах 1% от предыдущего значения.

Фирмы, производящие выплаты, значительно больше, чем фирмы, которые не выплачивали дивиденды. Компании, увеличивающие дивиденды, имеют больший размер, чем компании, которые их уменьшали: медианное значение 47,9 млрд. руб. и 30,5 млрд. руб., соответственно. Категория наблюдений с неизменными дивидендами малочисленная. Таким образом, малочисленность и неоднородность данной группы говорит о том, что решение о неизменных дивидендах слишком редко применяется российскими компаниями, которые чаще корректируют размер дивидендов.

Фирмы, производящие выплаты, имеют более высокие показатели операционной рентабельности активов, чем фирмы, которые не выплачивали дивиденды, 11,02% и 4,38%, соответственно. При этом, компании, увеличивающие дивиденды, имеют меньший показатель операционной рентабельности активов, чем компании, которые их уменьшали, 10,40% и 12,63%, соответственно. Учитывая, что операционные денежные потоки являются относительно постоянными, это позволяет предположить, что увеличение дивидендов финансируются из постоянных денежных потоков. Показатель не операционной рентабельности оказался отрицательным для большинства компаний, что говорит о том, что у российских компаний практически отсутствует не операционный доход. Сравнить выборки по данному показателю является нецелесообразным.

Показатель стандартного отклонения операционной рентабельности активов также является значимым фактором. Медианная волатильность операционной рентабельности активов у компаний, выплачивающих дивиденды, меньше, чем у компаний с отсутствием выплат (3,68% и 4,04%, соответственно). Медианная волатильность у компаний, которые увеличивали дивиденды, меньше, чем у компаний, которые уменьшали дивиденды, 3,58% и 3,93%, соответственно. Прокси для стабильности денежных потоков, ниже для фирм, увеличивающих дивиденды, чем для остальных фирм, выплачивающих дивиденды. Стандартное отклонение операционных доходов для компаний, постоянно поддерживающих текущие выплаты, ниже, чем стандартное отклонение операционного дохода для фирм, которые не выплачивали никаких дивидендов.

Коэффициент капитальных затрат имеет неоднозначное влияние на решения касательно дивидендной политики. Фирмы, увеличивающие дивиденды, имеют более высокий коэффициент капитальных затрат, чем уменьшающие дивиденды фирмы (4,16% и 3,43%, соответственно). Таким образом, можно сделать вывод о том, что инвестиционная политика и дивидендная политика не связаны друг с другом для российских компаний.

Коэффициент выплаты дивидендов в прошлом году имеет смысл сравнивать лишь для выборок компаний с выплатами дивидендов. Для выборки компаний, которые уменьшали дивиденды, медианное значение больше, чем для увеличивающих дивиденды компаний (медианное значение 29,3% и 13,64%, соответственно). Обратная тенденция наблюдается для коэффициента выплат дивидендов в текущем году, что ожидаемо.

Коэффициент рыночной стоимости, который является отношением рыночной и балансовой стоимости капитала, также приводит к смешанным результатам. Медианное значение выборки наблюдений с отсутствием дивидендов меньше, чем для наблюдений с выплатами дивидендов, 0,85 и 1,47, соответственно. Это говорит о том, что компании, не выплачивающие дивиденды, в целом, оцениваются рынком с меньшей стоимостью, чем их балансовая стоимость капитала, а данный коэффициент меньше единицы. Напротив, компании с выплатами дивидендов ценятся рынком дороже своей балансовой стоимости.

Фирмы, увеличивающие дивиденды, имеют более низкий коэффициент задолженности, чем уменьшающие дивиденды фирмы (23,36% и 26,85%, соответственно).

Средний прирост цены акций за предыдущий и текущий год выше для компаний, выплачивающих дивиденды, чем для компаний, которые их не платили. Аналогичная тенденция наблюдается для компаний, увеличивающих и уменьшающих выплаты.

Таблица 3 – Медианные значения финансовых коэффициентов для наблюдений по группам дивидендных решений

	Вся выборка	Отсутствие дивидендов	Выплата дивидендов	Уменьшение дивидендов	Увеличение дивидендов	Неизменные дивиденды
Размер (млн. руб.)	13522.35	10589.86	36823.02	30525.11	47962.20	17447.66
Операционная рентабельность активов (%)	6.95	4.38	11.02	12.63	10.40	9.69
Не операционная рентабельность активов (%)	-4.44	-3.92	-5.11	-5.66	-4.90	-3.05
Стандартное отклонение операционной рентабельности активов (%)	3.87	4.04	3.68	3.93	3.58	3.13
Капитальные затраты (%)	3.11	2.48	3.81	3.43	4.16	1.77
Коэффициент выплаты дивидендов в прошлом году (%)	0.00	0.00	22.71	29.30	13.64	30.23
Коэффициент выплаты дивидендов в текущем году (%)	0.00	0.00	28.09	26.10	29.61	34.93
Коэффициент рыночной стоимости	1.08	0.85	1.47	1.60	1.46	1.13
Коэффициент задолженности (%)	23.16	22.52	23.91	26.85	23.36	22.18
Прирост цены за предыдущий год (%)	1.57	-2.10	8.74	3.14	10.83	-3.70
Прирост цены за текущий год (%)	0.03	-3.70	5.63	-2.74	11.96	0.00
Увеличение дивидендов к рыночной стоимости капитала (%)	0.00	0.00	0.44	-1.14	1.43	0.00
Количество наблюдений	2772	1781	991	313	609	56

Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds и Bloomberg

Таблица 4 – Средние значения структуры собственности для наблюдений по группам дивидендных решений, %

	Вся выборка	Отсутствие дивидендов	Выплата дивидендов	Уменьшение дивидендов	Увеличение дивидендов	Неизменные дивиденды
Доля номинальных держателей	25.55	26.89	24.38	22.82	25.10	20.94
Доля оффшорных компаний	12.82	13.57	12.16	13.62	11.49	12.48
Доля нерезидентов	2.19	2.34	2.05	2.47	1.86	1.21
Доля нераскрытой собственности	9.43	8.46	10.26	12.73	9.13	13.51
Доля анонимной собственности (сумма долей номинальных держателей и оффшорных компаний)	49.82	51.69	48.20	46.25	49.10	43.28
Доля непрозрачной собственности (сумма нераскрытой и анонимной собственности)	59.30	60.26	58.46	58.98	58.23	56.79
Доля прямой государственной собственности	6.93	6.09	7.66	5.78	8.53	11.04
Доля косвенной государственной собственности	8.59	4.74	11.94	13.10	11.40	6.51
Доля суммарной государственной собственности	15.53	10.83	19.60	18.88	19.93	17.55
Количество наблюдений	1176	546	630	199	431	35

Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds и Bloomberg

Относительно структуры собственности стоит отметить, что все показатели непрозрачной части структуры собственности меньше для компаний, выплачивающих дивиденды, чем для компаний с отсутствием выплаты, кроме нераскрытой собственности. Государственная собственность, в среднем, выше для компаний, выплачивающих дивиденды. Так, прямая собственность для них составляет 7,66%, косвенная доля составляет 11,94%, и суммарная доля составляет 19,6% в то время, как для наблюдений с отсутствием выплат аналогичные показатели равны 6,09%, 4,74%, 10,83%, соответственно.

Существенных различий между выборками с увеличением и уменьшением дивидендов в непрозрачной части структуры собственности не наблюдается. Однако, стоит отметить, что компании, увеличивающие дивиденды, имеют более высокое среднее значение прямой государственной доли (8,53%) и более низкое значение косвенной государственной доли (11,4%), что приводит к большему суммарному значению государственной доли (19,93%) по сравнению с аналогичными показателями для наблюдений с уменьшением дивидендов (5,78%, 13,1%, 18,88%, соответственно).

3 Факторы, определяющие дивидендную политику

Одномерные сравнения не являются полными, так как характеристики коррелируют друг с другом, поэтому необходима многомерная оценка. Для этого оценивается модель, в которой характеристики фирмы предсказывают политику выплат. Сложность заключается в том, что существует несколько возможных вариантов способов выплат, рассмотренных для выборки российских компаний. Для этих вариантов нет четкого упорядочения, поэтому корректным подходом к этой проблеме является множественная логит-модель.

Множественной логистической моделью представляет собой расширение обобщенных линейных моделей, позволяющих оценить влияние факторов на неупорядоченную категориальную зависимую переменную. Различные варианты дивидендной политики, например, увеличение, уменьшение дивидендов или отказ от их выплаты, нельзя упорядочить по какому-либо универсальному правилу ни с точки зрения компании, ни с точки зрения инвестора. При упорядочивании этих категорий наблюдений теряется некоторая информация, специфическая для каждого решения.

Множественное распределение вероятностей является расширением или может рассматриваться как более общий вид биномиального распределения. Однако, в то время как биномиальная модель оценивает вероятность принадлежности к одной категории по сравнению с другой, мультиномиальная модель оценивает вероятность или риск быть в данной категории по сравнению со всеми другими возможными категориями. Для

множественных моделей данные вероятности перехода к каждой из остальных категорий по сравнению с базовой рассматриваются как относительные коэффициенты риска. Поэтому оценивается вероятность выбора одной категории по сравнению с остальными.

Отдельная таблица оценок параметров выводится для каждой категории относительно некоторой выбранной базовой, причем оценки для каждой категории интерпретируются относительно базовой категории. Базовая категория может быть изменена, однако в этом случае все оценки коэффициентов для остальных категорий будут пересчитаны относительно нее. Интерпретация коэффициентов проводится намного проще, если они параметризованы в форме относительных коэффициентов риска.

В качестве зависимой переменной используется переменная с пятью основными категориями:

- Отсутствие дивидендов – наблюдения с нулевым значением размера дивидендов в текущем и предыдущем периодах (1466 наблюдений компания-год)
- Отмена дивидендов - наблюдения с нулевым значением размера дивидендов в текущем периоде и ненулевым значением дивиденда в предыдущем периоде (171 наблюдение компания-год)
- Начало дивидендной политики - наблюдения с ненулевым значением размера дивидендов в текущем периоде и нулевым значением дивиденда в предыдущем периоде (166 наблюдений компания-год)
- Увеличение дивиденда - наблюдения с ненулевым значением размера дивидендов в текущем периоде, которое больше, чем ненулевой размер дивидендов в предыдущем периоде (443 наблюдения компания-год)
- Уменьшение или неизменность дивиденда - наблюдения с ненулевым значением размера дивидендов в текущем периоде, которое меньше или равно, чем ненулевой размер дивидендов в предыдущем периоде (313 наблюдений компания-год)

В таблице 5 приведен полный набор все относительных коэффициентов риска для каждой пары альтернатив, что является полной расшифровкой модели.

Относительные коэффициенты риска интерпретируются следующим образом. При прочих равных, если, например, операционная рентабельность активов некоторой компании увеличится на 1 п.п. (или, иначе, на 1 единицу измерения), то вероятность попасть в категорию увеличения дивидендов для нее увеличится на 13,05% по сравнению с вероятностью попасть в категорию отсутствия дивидендов.

Фактор размера значим для любой пары альтернатив. Это говорит о том, что можно ранжировать альтернативы дивидендной политики для российских компаний по данному фактору. Чем больше компания, тем вероятнее для нее увеличение дивидендных выплат,

чуть менее вероятно уменьшение, но непрерывность дивидендного потока, гораздо меньшую и примерно равную вероятность имеют компании, которые прерывают или возобновляют дивидендные выплаты, и тем менее вероятно отсутствие дивидендов.

Таблица 5 - Оценка множественной логит-модели для каждой пары альтернатив

	<i>Относительные коэффициенты риска для категории:</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Относительно категории «Отсутствие выплат»</i>					
Константа	0.0004***	0.0009***	0.0087***	0.0183***	
Операционная рентабельность активов	1.1305***	1.1265***	1.0483***	1.0501***	
Размер	1.7990***	1.5574***	1.2198***	1.2192***	
Не операционная рентабельность активов	1.0229*	1.0283**	0.9971	0.9939	
Волатильность операционной рентабельности	0.9722	1.0065	1.0070	0.9859	
Капитальные затраты	0.9648**	0.9723	0.9976	0.9943	
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0454***	1.0452***	1.0434***	1.0005	
Коэффициент задолженности	0.9854***	0.9933	1.0001	0.9934	
<i>Относительно категории «Увеличение дивиденда»</i>					
Константа		2.4948	24.8307***	52.1941***	2,850.4630***
Операционная рентабельность активов		0.9965	0.9273***	0.9289***	0.8846***
Размер		0.8658***	0.6780***	0.6778***	0.5559***
Не операционная рентабельность активов		1.0053	0.9748	0.9716	0.9776*
Волатильность операционной рентабельности		1.0353	1.0359	1.0141	1.0286
Капитальные затраты		1.0078	1.0339*	1.0305	1.0364**
Коэффициент выплат в прошлом году		0.9999	0.9981	0.9571***	0.9566***
Коэффициент задолженности		1.0080	1.0149**	1.0080	1.0148***
<i>Относительно категории «Уменьшение или неизменность дивиденда»</i>					
Константа	0.4008		9.9530***	20.9162***	1,142.3180***
Операционная рентабельность активов	1.0035		0.9305***	0.9322***	0.8877***
Размер	1.1551***		0.7832***	0.7829***	0.6421***
Не операционная рентабельность активов	0.9948		0.9697*	0.9666*	0.9725**
Волатильность операционной рентабельности	0.9659		1.0005	0.9795	0.9936
Капитальные затраты	0.9923		1.0259	1.0226	1.0284
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0001		0.9982	0.9572***	0.9567***
Коэффициент задолженности	0.9921		1.0069	1.0001	1.0067

<i>Относительно категории «Приостановка выплат»</i>					
Константа	0.0403***	0.1004***		2.1003	114.7320***
Продолжение таблицы 5					
Операционная рентабельность активов	1.0784***	1.0746***		1.0018	0.9539***
Размер	1.4749***	1.2769***		0.9996	0.8199***
Не операционная рентабельность активов	1.0259	1.0312*		0.9968	1.0029
Волатильность операционной рентабельности	0.9654	0.9995		0.9790	0.9930
Капитальные затраты	0.9672*	0.9747		0.9967	1.0024
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0019	1.0018		0.9589***	0.9584***
Коэффициент задолженности	0.9853**	0.9932		0.9933	0.9999
<i>Относительно категории «Возобновление выплат»</i>					
Константа	0.0192***	0.0478***	0.4760		54.6451***
Операционная рентабельность активов	1.0765***	1.0728***	0.9983		0.9523***
Размер	1.4754***	1.2773***	1.0003		0.8201***
Не операционная рентабельность активов	1.0292	1.0346*	1.0033		1.0062
Волатильность операционной рентабельности	0.9861	1.0209	1.0214		1.0143
Капитальные затраты	0.9704	0.9779	1.0033		1.0057
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0449***	1.0447***	1.0429***		0.9995
Коэффициент задолженности	0.9920	0.9999	1.0068		1.0067

Примечание

Обозначения категорий: (1) – Увеличение дивиденда, (2) - Уменьшение или неизменность дивиденда, (3) - Приостановка выплат, (4) - Возобновление выплат, (5) - Отсутствие выплат
Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$.

Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds и Bloomberg

Высокой значимостью обладает фактор операционной рентабельности активов для всех пар альтернатив. Чем выше операционная рентабельность активов, тем вероятнее для нее увеличение дивидендных выплат, незначительно менее вероятно уменьшение, но непрерывность дивидендного потока, гораздо меньшую и примерно равную вероятность имеют компании, которые прерывают или возобновляют дивидендные выплаты, и тем менее вероятно отсутствие дивидендов.

Не операционная рентабельность имеет немного меньшее значение для российских компаний при определении дивидендной политики. Однако с ее ростом растет вероятность непрерывной выплаты с ее уменьшением или увеличением и снижается вероятность отсутствия выплат.

Волатильность операционной рентабельности активов не значима для всех пар альтернатив, что означает отсутствие долгосрочных ориентиров при выборе дивидендной политики, так как данный фактор является агрегированным значением за 5 предыдущих лет. Рост капитальных затрат уменьшает вероятность увеличения дивидендов и увеличивает вероятность приостановки дивидендов или отсутствия дивидендных выплат в течение двух лет подряд. Коэффициент задолженности уменьшает вероятность увеличения дивидендных выплат и увеличивает вероятность приостановки дивидендов или отсутствия дивидендных выплат в течение двух лет подряд.

Аналогичная модель оценивалась также с учетом фактора государственной собственности (таблица 6).

Таблица 6 - Оценка множественной логит-модели для каждой пары альтернатив с учетом государственной собственности

	<i>Относительные коэффициенты риска для категории:</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Относительно категории «Отсутствие выплат»</i>					
Константа	0.0004***	0.0009***	0.0328***	0.0304***	
Операционная рентабельность активов	1.2981***	1.2744***	1.1438***	1.0924***	
Размер	1.7944***	1.5574***	1.1030	1.1926	
Не операционная рентабельность активов	1.0620***	1.0601***	1.0060	1.0016	
Волатильность операционной рентабельности	0.8960***	0.9481	0.9504	0.9804	
Капитальные затраты	0.9093***	0.9355***	0.9582	0.9765	
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0194***	1.0192***	1.0174***	1.0003	
Коэффициент задолженности	0.9956	1.0009	1.0043	0.9920	
Суммарная государственная собственность	1.0129**	1.0107**	1.0084	1.0080	
<i>Относительно категории «Увеличение дивиденда»</i>					
Константа		2.3651	88.2461***	81.9892***	2,694.9740***
Операционная рентабельность активов		0.9818	0.8812***	0.8415***	0.7704***
Размер		0.8679**	0.6147***	0.6646***	0.5573***
Не операционная рентабельность активов		0.9982	0.9472**	0.9431***	0.9416***
Волатильность операционной рентабельности		1.0581*	1.0607	1.0942*	1.1160***
Капитальные затраты		1.0288	1.0538	1.0739**	1.0997***
Коэффициент выплат в прошлом году		0.9997	0.9980	0.9813***	0.9809***
Коэффициент задолженности		1.0053	1.0087	0.9963	1.0044

Суммарная государственная собственность		0.9979	0.9955	0.9951	0.9873**
<i>Относительно категории «Уменьшение или неизменность дивиденда»</i>					
Константа	0.4228		37.3340***	34.6806***	1,139.9300***
Операционная рентабельность активов	1.0186		0.8975***	0.8571***	0.7847***
Продолжение таблицы 6					
Размер	1.1522**		0.7082***	0.7657**	0.6421***
Не операционная рентабельность активов	1.0018		0.9489**	0.9448**	0.9433***
Волатильность операционной рентабельности	0.9451*		1.0025	1.0341	1.0548
Капитальные затраты	0.9720		1.0243	1.0439	1.0690***
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0003		0.9983	0.9815***	0.9812***
Коэффициент задолженности	0.9947		1.0034	0.9911	0.9991
Суммарная государственная собственность	1.0021		0.9977	0.9973	0.9894**
<i>Относительно категории «Приостановка выплат»</i>					
Константа	0.0113***	0.0268***		0.9306	30.5791***
Операционная рентабельность активов	1.1348***	1.1141***		0.9550	0.8742***
Размер	1.6266***	1.4118***		1.0810	0.9065
Не операционная рентабельность активов	1.0557**	1.0538**		0.9957	0.9941
Волатильность операционной рентабельности	0.9427	0.9975		1.0315	1.0521
Капитальные затраты	0.9489	0.9762		1.0191	1.0436
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0020	1.0017		0.9832***	0.9829***
Коэффициент задолженности	0.9913	0.9966		0.9877	0.9957
Суммарная государственная собственность	1.0045	1.0023		0.9996	0.9917
<i>Относительно категории «Возобновление выплат»</i>					
Константа	0.0122***	0.0288***	1.0767		32.8653***
Операционная рентабельность активов	1.1883***	1.1667***	1.0471		0.9155***
Размер	1.5047***	1.3059***	0.9249		0.8385***
Не операционная рентабельность активов	1.0603***	1.0584**	1.0043		0.9984
Волатильность операционной рентабельности	0.9139**	0.9670	0.9694		1.0200
Капитальные затраты	0.9312**	0.9580	0.9813		1.0240
Коэффициент выплат в прошлом году	1.0191***	1.0188***	1.0170***		0.9997
Коэффициент задолженности	1.0037	1.0090	1.0124		1.0081
Суммарная государственная собственность	1.0049	1.0027	1.0004		0.9921

Примечание	Обозначения категорий: (1) – Увеличение дивиденда, (2) - Уменьшение или неизменность дивиденда, (3) - Приостановка выплат, (4) - Возобновление выплат, (5) - Отсутствие выплат Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$.
------------	---

Источник: расчеты авторов по данным InvestFunds и Bloomberg

Так как данные по структуре собственности имеются не для полной выборки компаний, то добавление фактора суммарной государственной собственности уменьшает количество наблюдений примерно на треть. Поэтому оценка такой модели проводится дополнительно, а не вместо основной.

Государственная собственность значима лишь для двух пар альтернатив. Так, вероятность выбора альтернативы выплаты дивидендов два года подряд с их уменьшением или увеличением растет с ростом суммарной государственной собственности по сравнению с альтернативой отсутствия дивидендных выплат на 1,29% и 1,07%, соответственно, при росте доли собственности на 1 п.п. Это означает, что фирмы, выплачивающие дивиденды, имеют более высокую государственную собственность, чем фирмы, которые не осуществляют выплаты. При этом значимых различий между компаниями, увеличивающими и уменьшающими выплаты, в государственной собственности нет. Это говорит о том, что государственные компании выплачивают дивиденды из-за обязательств, которые на них накладываются, однако не заботятся при этом об информационном содержании дивидендного сигнала, уменьшая или увеличивая его в соответствии с, очевидно, краткосрочными результатами деятельности.

4 Заключение

На основании выборки из 213 нефинансовых публичных российских компаний из листинга Московской биржи за период 2005-2017 гг. в работе исследуется дивидендная политика корпоративного сектора России. Протестированы сигнальные и агентские дивидендные гипотезы для российских компаний.

Результаты оценки модели частичной корректировки дивидендов Линтнера для российских компаний показывают высокий коэффициент детерминации, что достаточно нетипично для развивающихся стран. Российские компании, регулярно выплачивающие дивиденды, предпочитают их корректировать быстро, придавая несколько меньшее значение прошлому размеру дивидендов. Российские компании не поддерживают сигнальную и агентскую теории, а их менеджеры не производят долгосрочной оценки перспектив, корректируя объем дивидендов в краткосрочном периоде и ориентируясь при

принятии решения во многом на текущую прибыль компании. Не выявлено однозначного подтверждения того, что компании придают важное значение стабильности дивидендных платежей с целью сигнала о будущей прибыльности или минимизации агентских издержек.

Средние темпы роста дивидендов уступают мере волатильности. Наибольший рост дивидендов наблюдается для двух компаний с государственным участием. Для всех остальных КГУ выявлены меньшие темпы роста при более стабильной дивидендной политике. Среди частных компаний больше наблюдений в зоне высокого стандартного отклонения, что может указывать на большую коррекцию дивидендов в соответствии с размерами полученной прибыли. В целом, выборку российских компаний характеризует очень высокая неоднородность.

Проверена предпосылка Линтнера о том, что менеджеры предпочитают регулярно увеличивать дивиденды и избегать уменьшения дивидендов, а также компании, выплачивающие дивиденды, должны быть больше и должны иметь более высокие и более стабильные денежные потоки. Исследованы разные альтернативы дивидендной политики с помощью одномерного сравнительного анализа характеристик компаний и множественной логит-модели.

Чем больше компания и выше ее операционная рентабельность активов, тем вероятнее для нее увеличение дивидендных выплат и тем менее вероятно отсутствие дивидендов. Не операционная рентабельность имеет немного меньшее значение для российских компаний при определении дивидендной политики. Однако с ее ростом растет вероятность непрерывной выплаты с ее уменьшением или увеличением и снижается вероятность отсутствия выплат. Рост капитальных затрат и задолженности значимо уменьшает вероятность увеличения дивидендов и увеличивает отсутствия дивидендных выплат. Волатильность операционной рентабельности активов не значима, что означает отсутствие долгосрочных ориентиров при выборе дивидендной политики.

Фирмы, выплачивающие дивиденды имеют более высокую государственную собственность, чем фирмы, которые не осуществляют выплаты. При этом значимых различий между компаниями, увеличивающими и уменьшающими выплаты, в государственной собственности нет. Это говорит о том, что государственные компании выплачивают дивиденды из-за обязательств, которые на них накладываются, однако не заботятся при этом об информационном содержании дивидендного сигнала, уменьшая или увеличивая его в соответствии с, очевидно, краткосрочными результатами деятельности.

Список литературы

- 1 Lintner, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. / Lintner, J. // American Economic Review. – 1956. – No. 46(2). – P. 97-113.
- 2 Fama, E. Dividends, debt, investment and earnings, working paper. / Fama, E., French, K. // University of Chicago. – 1997.
- 3 Aivazian, V. Dividend policy and the organization of capital markets. / Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. // Journal of Multinational Financial Management. – 2003. – No.13. – P. 101-121.
- 4 Dewenter, K.L. Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms. / Dewenter, K. L., Warther, V. A.// The Journal of Finance. – 1988. – Vol. 53. – Issue 3. – P. 879-904.
- 5 Fama, E. Dividend policy: An empirical analysis. / Fama, E., Babiak, H., //Journal of the American Statistical Association. – 1968. – No. 63. – P. 1132-1161.
- 6 Ghosh, C. An analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions. / Ghosh, C., Woolridge, J. // The Journal of Financial Research. – 1988. – No. 11. – P. 281-294.
- 7 Denis, D.J. The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. / Denis, D. J., Denis D. K., Sarin, A.// Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1994. – No. 29(4). – P. 567-87.
- 8 Jagannathan, M. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. / Jagannathan, M., Stephens, C.P., Weisbach, M.S. // Journal of Financial Economics. – 1994. – No. 57. – P. 355-384.