

## ЭКОНОМИКА ФИРМЫ И БИЗНЕС-СЕТЕЙ

JEL: G30; G350

**Влияние корпоративного управления  
на дивидендные выплаты на разных стадиях  
жизненного цикла корпорации\****А. В. Ларин, А. Е. Новак, И. Е. Хвостова*Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,  
Российская Федерация, 101000, Москва, ул. Мясницкая, 20

**Для цитирования:** Ларин А. В., Новак А. Е., Хвостова И. Е. (2019) Влияние корпоративного управления на дивидендные выплаты на разных стадиях жизненного цикла корпорации. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. Т.35. Вып. 4. С. 569–587.  
<https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.404>

В статье рассматривается взаимосвязь дивидендной политики и качества корпоративного управления. С одной стороны, решения о политике выплат могут рассматриваться как механизмы урегулирования агентского конфликта или субституты лучших практик корпоративного управления, а с другой стороны, само качество корпоративного управления является определяющим фактором решений о дивидендах в корпорации. В эмпирической литературе есть подтверждения обоих направлений взаимосвязи показателей. В данной работе сделана попытка объяснить полученные ранее противоречивые эмпирические результаты при помощи теории жизненного цикла корпорации. Направление взаимосвязи дивидендных выплат и качество корпоративного управления на разных стадиях жизненного цикла может изменяться. Для индекса корпоративного управления показано, что модель субституты может объяснять использование политики выплат на ранних стадиях жизненного цикла, когда стоимость выстраивания качественного корпоративного управления намного превышает возможные потери от дивидендных выплат. Теория результата может объяснять политику выплат на поздних стадиях жизненного цикла для зрелых, стабильных компаний, у которых есть значительные ресурсы для решения агентских конфликтов.

*Ключевые слова:* агентский конфликт, корпоративное управление, политика выплат, теория жизненного цикла, панельные данные, Тобит-модель.

\* Статья подготовлена в результате проведения исследования (№ 19–04–039 «Эмпирический анализ нефинансовых детерминант финансовой политики корпорации») в рамках Программы «Научный фонд Национального исследовательского университета „Высшая школа экономики“ (НИУ ВШЭ)» в 2019–2020 гг. и государственной поддержки ведущих университетов Российской Федерации «5–100».

## Введение

Классическая теория «синицы в руках» М. Гордона и Дж. Линтнера [Gordon, 1959; Lintner, 1962] в отношении дивидендной политики предполагает, что акционеры предпочитают текущие выплаты приросту стоимости капитала, стоимость компании растёт с увеличением доли дивидендных выплат. Положения данной теории основаны на том, что дивиденды являются текущим безрисковым доходом, в то время как прирост капитала — неопределённый доход в будущем.

Однако на сегодняшний день этот аргумент признан ошибочным. Одно из наиболее очевидных объяснений заключается в следующем: инвестор выбирает не между определённой выплатой дивидендов сегодня и неопределёнными доходами от прироста капитала завтра, а между дивидендами сегодня и почти эквивалентной суммой роста цены акции сегодня. На практике наблюдается снижение цены акции в момент закрытия реестра акционеров в среднем на размер выплаты. Кроме того, дивидендные выплаты сокращают запас наличности, доступный для инвестирования; в этом случае для финансирования текущих проектов вместо прибыли можно использовать дополнительный выпуск акций, что ведёт к снижению котировок и потерям для текущих акционеров. Данные аргументы противоречат сложившейся практике на финансовых рынках — компании из года в год выплачивают высокие дивиденды, что характерно как для развитых, так и для развивающихся рынков. По данным Damodaran Online, коэффициент дивидендных выплат в январе 2018 г. по 136 странам составил 72,22%<sup>1</sup>.

Одно из объяснений «загадки дивидендной политики» (*the dividend puzzle*) находится в области анализа агентских отношений в корпорации. Современная модель корпорации предполагает разделение собственности и контроля, что часто приводит к возникновению корпоративных конфликтов, которые являются серьёзным препятствием для эффективного распределения капитала. Дивидендная политика обсуждается в свете агентского конфликта между собственниками и инсайдерами [Easterbrook, 1984]. Конфликт вырастает из проблемы распределения свободного денежного потока (Free Cash Flow — FCF), который может быть использован для выплаты дивидендов или остаться под контролем менеджеров (инсайдеров). Во втором случае появляется риск оппортунистического поведения менеджеров, например, реализация инвестиционных проектов, рентабельность которых не покрывает требования инвесторов, но их результаты приносят личную выгоду инсайдерам. Выплата дивидендов может смягчить степень агентского конфликта, так как вынуждает менеджеров чаще обращаться за новыми фондами на финансовые рынки, раскрывать информацию, усиливает контроль со стороны кредиторов [Grossman, Hart, 1980; Easterbrook, 1984; DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006]. Дивиденды при этом могут служить механизмом корпоративного управления, работая в комбинации с лучшими практиками корпоративного управления или вместо них.

Существуют два заметных направления в литературе — теория результата (*outcome model*) и теория субститутутов (*substitute model*), — которые предполагают положительную и отрицательную связь между дивидендными выплатами и каче-

---

<sup>1</sup> Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. URL: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/countrystats.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/countrystats.html) (дата обращения: 02.02.2019).

ством корпоративного управления [La Porta et al., 2000] соответственно. Эмпирические исследования показывают противоречивые результаты: одни авторы находят подтверждение теории результата [La Porta et al., 2000; Michaely, Roberts, 2006; Adjaoud, Ben-Amar, 2010; Jiraporn, Kim, Kim, 2011; Brown, Roberts, 2016], другие — теории субститутов [John, Knyazeva, 2006; Jiraporn, Ning, 2006; Officer, 2011].

В данной работе поставлена задача объяснить эти результаты на основе теории жизненного цикла корпорации. Исследуется взаимосвязь дивидендных выплат и качества корпоративного управления на разных стадиях жизненного цикла и ставится вопрос о возможности смены характера этой взаимосвязи в зависимости от стадии. Представляется, что теория результата может лучше объяснять политику выплат на поздних стадиях жизненного цикла для зрелых, стабильных компаний, у которых есть значительные ресурсы для решения агентских конфликтов. Модель субститутов, в свою очередь, может быть использована для объяснения политики выплат на ранних стадиях жизненного цикла, когда стоимость выстраивания качественного корпоративного управления намного превышает возможные потери от дивидендных выплат.

Основная часть работы состоит из трех частей. В первой части статьи представлен обзор эмпирических исследований и их выводов относительно взаимосвязи дивидендной политики и корпоративного управления. Во второй — сформулированы гипотезы исследования, представлены особенности выбора характеристик жизненного цикла корпорации, способы измерения корпоративного управления. В третьей части описаны методы эмпирического анализа, используемые для проверки гипотез, и основные результаты тестирования. В заключении сформулированы основные выводы, представлено обсуждение результатов исследования.

## **1. Дивидендная политика и качество корпоративного управления: обзор исследований**

Решения о дивидендных выплатах напрямую затрагивают интересы собственников компании, но реализуются менеджментом и, таким образом, представляют интерес для анализа агентского конфликта между инсайдерами и менеджерами. Традиционно степень агентского конфликта измеряется наличием лучших практик корпоративного управления в компании или степенью защиты прав миноритарных акционеров на рынке. Политика выплат и дивидендная политика как ее частный случай также рассматриваются как механизмы корпоративного управления. Отправной точкой для всех последующих исследований в сфере взаимосвязи дивидендов и корпоративного управления компании можно считать работу Р. Ла Порты и соавторов [La Porta et al., 2000], в которой идет речь о существовании двух противоположных подходов к объяснению этой взаимосвязи. Авторы работы предположили, что данная взаимосвязь в рамках агентского конфликта может быть описана в виде одной из двух моделей — модели результата (далее — модель, или теория «Outcome») или модели субститутов (далее — модель, или теория «Substitute»).

Согласно модели «Outcome», дивидендные выплаты являются результатом эффективной системы защиты прав акционеров в конкретно взятой стране. Под

эффективной защитой понимают возможность реализации законных прав миноритарных акционеров для управления компанией и контроля за действиями менеджмента, что ее авторы рассматривают как аналог корпоративного управления. Акционеры в таких компаниях склонны форсировать решения о выплате высоких дивидендов, так как это сократит риски оппортунизма для менеджмента, повысит уровень контроля со стороны финансовых рынков. В случае неудовлетворительных результатов акционеры могут провести смену управления в компании или поставить компанию под угрозу враждебного поглощения. Таким образом, чем больше прав у миноритарных акционеров и чем лучше они реализуются на практике, тем больший размер дивидендов будет выплачивать компания при прочих равных. Модель предполагает положительную связь качества корпоративного управления и уровня дивидендных выплат.

В модели «Substitute» дивиденды рассматриваются как замена системе прав защиты акционеров или корпоративному управлению. Стабильные высокие дивиденды в этом случае выступают в качестве гарантии того, что права акционеров не нарушаются. Даже в отсутствие других гарантий со стороны менеджмента высокие дивиденды могут способствовать установлению хорошей репутации компании на финансовом рынке и упростить процесс привлечения капитала в будущем. Авторы указанной работы описывают примеры, когда в странах с низким уровнем защиты миноритарных акционеров компания обязана выплачивать дивиденды, тем самым поддерживая свою репутацию. В странах же с высоким уровнем защиты прав акционеров этот репутационный механизм не так важен, значит, нет необходимости выплачивать дивиденды.

Для тестирования моделей Р.Ла Порта и соавторы использовали данные о компаниях из 33 различных стран. В качестве переменных, характеризующих уровень защиты акционеров, были использованы дамми-переменная, которая определяет правоприменение в стране (высокий и низкий уровень защиты акционеров для стран с англосаксонским и гражданским правом соответственно), а также дамми-переменная на основе индекса «защищенности акционеров от директоров» (Antidirector Rights Index — ADRI), который отражает степень контроля акционеров над менеджментом и принимает значения «1» и «0» для индекса выше и ниже медианы соответственно. Статистический и регрессионный анализ показал, что дивидендные выплаты могут определяться моделью «Outcome». Авторы подтверждают положительную связь между дивидендами и уровнем корпоративного управления, причем результаты значительно отличаются для компаний с высокими и низкими инвестиционными возможностями: последние платят более высокие дивиденды.

Последующие попытки эмпирической проверки моделей «Outcome» и «Substitute» связаны с использованием внутрифирменных показателей защиты прав акционеров. Краткая характеристика исследований в области анализа взаимосвязи качества корпоративного управления (КУ) и дивидендной политики приведена в табл. 1.

Есть несколько объяснений различий в эмпирических результатах указанных исследований. Прежде всего необходимо отметить, что работах используются разные метрики корпоративного управления. Наиболее поздние из них по развитым странам применяют индекс ISS, который публикуется агентством «Institutional

Таблица 1. Результаты эмпирической проверки моделей «Outcome» и «Substitute» в современных исследованиях

Автор	Данные	Измерение корпоративного управления	Результат (подтверждение теории)
[La Porta et al., 2000]	4103 компании из 33 стран, 1989–1994 гг.	Прокси защиты прав акционеров: тип права в регионе; ADRI	«Outcome»
[John, Knyazeva, 2006]	Американские публичные компании, 1992–2003 гг., база данных по корпоративному управлению IRRC	Внешний (external) G-Index Внутренний (internal) G-Index Отдельные характеристики КУ для проверки на робастность	«Substitute»
[Jiraporn, Ning, 2006]	Американские публичные компании, 1993–2002 гг., база данных по корпоративному управлению IRRC	Внешний (external) G-Index	«Substitute»
[Adjaoud, Ben-Amar, 2010]	Канада, 2002–2005 гг.	Годовой индекс корпоративного управления Globe&Mailannual, 4 отдельные категории КУ	«Outcome» для индекса в целом. Для отдельных категорий (компенсации, защита акционеров) незначимые результаты
[Officer, 2011]	Американские публичные компании, 1974–2004 гг., прогнозируемые плательщики дивидендов	Отдельные характеристики КУ: размер совета директоров (СД), членство гендиректора в СД, доля независимых директоров в СД, доля собственности исполнительных директоров и др.	«Substitute»
[Jiraporn, Kim, Kim, 2011]	Все компании, по которым рассчитывается ISS-index, 2001–2004 гг.	G-Index, ISS-score	«Outcome»
[Brown, Roberts, 2016]	Новая Зеландия, 2004–2012 гг.	Независимость гендиректора, независимость СД	«Outcome»
[Riaz, Liu, Ahmad, 2016]	Пакистан, 2009–2015 гг.	Размер СД, независимость СД, количество заседаний СД в год	«Outcome»
[Sakr, Youssef, 2016]	Египет, 2004–2013 гг.	Национальный индекс корпоративного управления, 6 элементов индекса	«Outcome» для индекса, незначимые результаты для отдельных элементов

Примечание: ADRI — страновой индекс «защищенности акционеров от директоров» — впервые предложен в статье Р.Ла Порты и соавторов [La Porta et al., 1998]; G-Index — индекс корпоративного управления, включающий широкий набор внешних (External G-Index) и внутренних (Internal G-Index) характеристик на уровне компании, впервые предложен в работе Гомперс и соавторов [Gompers, Ishii, Metrick, 2003]; Globe & Mailannual — Годовой индекс корпоративного управления канадских компаний, публикуемый агентством Globe&Mail. Report on Business — The Globe and Mail.<https://www.theglobeandmail.com> (URL: <https://www.theglobeandmail.com/business/>, дата обращения: 02.02.2019); ISS-index — индекс корпоративного управления, который публикуется агентством «Institutional Shareholder Services». ISS. <https://www.issgovernance.com> (URL: <https://www.issgovernance.com/>, дата обращения: 02.02.2019); IRRC data base — база данных Investor Responsibility Research Center. Investing Responsibility Resources Center. <https://www.irrc.org> (URL: <https://www.irrc.org/>, дата обращения: 02.02.2019).

Shareholder Services» и представляет собой комплексный показатель корпоративного управления, основанный на 62 характеристиках КУ [Jiraporn, Kim, Kim, 2011]. G-Index — впервые был использован для оценки качества корпоративного управления Гомперсом с соавторами [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], а затем Джоном и Князевой [John, Knyazeva, 2006], Жирапорном и Нингом [Jiraporn, Ning, 2006] — основан на данных (IRRC). Он определяется как уязвимость компании к враждебным поглощениям, механизмы защиты от которых являются важной частью КУ. Отдельные характеристики корпоративного управления, такие как доля независимых директоров в СД, доля собственности исполнительных директоров, независимость СД и другие, могут быть недостаточными для общей характеристики работы механизмов корпоративного управления. Кроме того, они могут иметь неоднозначную интерпретацию, например, большой размер СД может свидетельствовать о более широком представлении интересов собственников, при этом слишком большие СД могут работать менее эффективно.

Еще одна причина различий в эмпирических результатах — разные статистические и регрессионные методы, используемые в работах. Оценки, полученные на основе OLS, не учитывают цензурированный характер зависимой переменной (доли дивидендных выплат), для этого авторы применяют Тобит-регрессию для панельных данных [John, Knyazeva, 2006; Brown, Roberts, 2016]. Если в качестве зависимой переменной используется вероятность выплаты, то анализ проводится с использованием пробит или логит-регрессий [Jiraporn et al., 2011], иногда учитываются финансовые ограничения, информационная асимметрия. В работе Оффисера [Officer, 2011] были введены искусственные ограничения на данные — тестирование проводилось среди компаний, которые должны платить дивиденды в силу законодательных ограничений.

Кроме того, так как исследования проводились для разных регионов, нельзя исключать страновую специфику. Например, в работе Сакра и Йоссефа по Египту [Sakr, Youssef, 2016] автор отмечает, что теория «Outcome» объясняет политику компаний, так как в условиях переходной экономики дивиденды являются необходимым условием для привлечения капитала от внешних инвесторов даже для компаний с высоким качеством корпоративного управления. Страновая специфика была также выявлена в ходе анализа результатов прошлых исследований. В большинстве исследований, рассмотренных в табл. 1, авторы находят подтверждение теории «Substitute» для американских компаний, а теории «Outcome» — только для межстрановой выборки.

В данной работе рассматривается альтернативный вариант объяснения противоречивых результатов авторов. Допускается, что теории «Outcome» и «Substitute» могут объяснять политику дивидендных выплат компании на разных стадиях жизненного цикла. Нами проверяется гипотеза о смене характера взаимосвязи качества корпоративного управления и дивидендных выплат для одной компании в разные периоды ее работы. Гипотеза не исключает объяснений различий в оценках взаимосвязи показателей, полученных ранее в литературе.

Далее описываются особенности дивидендной политики, характерные для разных стадий жизненного цикла корпорации, затем сформулированы гипотезы исследования и проведена их эмпирическая проверка с учетом специфических ограничений, выявленных в ходе обзора литературы.

## 2. Формулировка гипотез исследования

В большинстве исследований показывается соответствие дивидендной политики теории жизненного цикла. На ранних стадиях развития компании обычно имеют много инвестиционных возможностей и большой потенциал роста и поэтому редко платят дивиденды. На стадии стабильности и зрелости у компании появляется больше возможностей и стимулов для выплаты дивидендов — величина прибыли и свободных денежных потоков повышается, инвестиционные возможности сокращаются. Эмпирические исследования демонстрируют жизнеспособность теории как для развитых [Fama, French, 2001; Grullon et al., 2005; DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006], так и для развивающихся рынков [El-Ansary, Goma, 2012; Ishikawa, 2011; Thanatawee, 2011].

Рассуждая в контексте теории жизненного цикла, можно предположить, что компании выбирают платить дивиденды на ранних стадиях жизненного цикла, только если на это есть весомые причины. Решение агентского конфликта может стать одним из условий выплаты дивидендов, несмотря на ограничение в денежных потоках и высокий потенциал роста. Обычно применение лучших практик корпоративного управления свойственно зрелым компаниям и его построение требует значительных финансовых и временных затрат; дивиденды же, как сигнал о соблюдении интересов акционеров, обходятся компании дешевле и реализуются быстрее. Для более поздних стадий жизненного цикла дивидендные выплаты могут работать в комбинации с корпоративным управлением, так как акционеры имеют возможность настаивать на высоких выплатах, учитывая сокращение инвестиционных возможностей и наличие свободных денежных средств.

Таким образом, две основные гипотезы исследования могут быть сформулированы следующим образом:

HS1 («Substitute» для молодых компаний): *низкое качество корпоративного управления сопровождается более высокими дивидендными выплатами для компаний на ранних стадиях жизненного цикла.*

HO1 («Outcome» для зрелых компаний): *высокое качество корпоративного управления сопровождается более высокими дивидендными выплатами для компаний на поздних стадиях жизненного цикла.*

Две альтернативные гипотезы таковы:

HS2 («Substitute» для зрелых компаний): *низкое качество корпоративного управления сопровождается более высокими дивидендными выплатами для компаний на поздних стадиях жизненного цикла.*

HO2 («Outcome» для молодых компаний): *высокое качество корпоративного управления сопровождается более высокими дивидендными выплатами для компаний на ранних стадиях жизненного цикла.*

Выбор критериев подразделения компаний по стадиям жизненного цикла для целей нашего анализа основан на практике исследований в данной области. Одним из популярных в литературе является подход Энтони и Рамеша [Anthony, Ramesh, 1992], который предполагает использование четырех факторов: дивидендные выплаты; рост продаж; коэффициент капитальных расходов; возраст компании. Некоторые авторы используют только часть из них. В нашем случае модель не может

быть использована в полном формате из-за эндогенной роли дивидендов в определении стадии жизненного цикла.

Ряд исследователей предлагают формировать группы компаний по стадиям жизненного цикла с учетом: денежных потоков [Dickinson, 2011]; отношения нераспределенной прибыли к собственному капиталу [Fama, French, 2001; DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006]; систематического риска [Grullon, Michaely, 2005]. В работе [Bhattacharya, 1979] продемонстрирована зависимость вероятности выплаты дивидендов от качества корпоративного управления для групп с разным уровнем систематического риска, что частично согласуется с нашими предположениями о смене характера взаимосвязи показателей в зависимости от характеристик компании.

В настоящем исследовании в качестве прокси-переменной для стадии жизненного цикла используется отношение нераспределенной прибыли компании к балансовой стоимости собственного капитала компании ( $RE/TE$ ), по аналогии с работами Фамы и Френча [Fama, French, 2001], ДеАнджело и соавторов [DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006]. Преимуществом данного показателя для нашего анализа является то, что он напрямую не связан с размером дивидендных выплат в текущем периоде.

Качество корпоративного управления, которое показывает степень агентского конфликта между собственниками и инсайдерами, традиционно измеряют наличием лучших практик корпоративного управления, к ним обычно относят некоторые характеристики совета директоров. В управленческой литературе набор критериев очень широк, однако из-за ограничения в данных в эмпирической литературе могут использоваться отдельные показатели. Среди них размер совета, доля независимых директоров, пол, возраст, образование членов совета. В настоящее время авторы применяют разные индексы корпоративного управления, например индекс ISS [Aggarwal et al., 2009], индекс защиты от враждебных поглощений G-Index [John, Knyazeva, 2006; Officer, 2011].

Показатели качества корпоративного управления не являются универсальными, и от их выбора существенно зависит результат исследования [Jiraporn, Kim, Kim, 2011] используется коэффициент корпоративного управления «Corporate Governance Quotient», который публикуется агентством Institutional Shareholder Services (ISS) в качестве агрегированного показателя качества корпоративного управления. Преимущество данного индекса перед другими, например GIndex, Eindex и т. д., состоит в том, что в нем используется более широкий набор показателей корпоративного управления. Индекс построен на основе 62 стандартов корпоративного управления, которые относятся к одной из групп: аудит компании; структура и состав совета директоров; положения о правах акционеров и прочие уставные нормы; уровень образования директоров, вознаграждение директоров и топ-менеджеров; вопросы передачи акций компании директорам и топ-менеджерам; прочие прогрессивные практики корпоративного управления; положения о защите против враждебных поглощений. Кроме того, индекс включает в себя пять из шести стандартов, которые оказывают наибольшее влияние на стоимость компании [Cremers, Ferrell, 2009]. Наконец, данные по индексу ISS публикуются раз в год (а не раз в два года, как в случае с GIndex) и доступны по гораздо большему количеству стран, что позволяет исследовать компании развивающихся рынков. Для проверки результатов регрессионного анализа на



робастность будут использованы отдельные характеристики корпоративного управления, такие как размер СД, доля независимых директоров СД, доля институционального владения в капитале компании и др.

### 3. Эмпирическая проверка гипотез

#### 3.1. Описательная статистика

Эмпирическая проверка гипотез осуществляется как для развивающихся, так и для развитых рынков. В качестве стран с развивающимися рынками рассматриваются страны БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южная Африка). Для проверки гипотез для развитых рынков взяты США. Уровень дивидендных выплат измеряется как отношение дивидендов к чистой прибыли компании. Финансовые показатели компаний, а также показатели качества корпоративного управления использованы из базы данных Bloomberg за 2016 г. В выборку включались компании, для которых выполнены следующие условия:

- 1) доступны значения дивидендных выплат и прокси-переменной для стадии жизненного цикла;
- 2) доступно значение хотя бы одной из переменных корпоративного управления.

Описательная статистика переменных по каждой стране представлена в табл. 2. Количество наблюдений по каждому показателю приведено в табл. 3.

Наиболее высокий уровень дивидендных выплат в представленной выборке характерен для компаний США и Южной Африки. Доля независимых директоров в комитете по выплатам показывает степень независимости комитета в присуждении вознаграждений менеджерам; показатель имеет максимальный уровень для всех компаний США, поэтому не будет информативен для анализа. Число собраний СД в год, размер СД, а также и средний стаж членов совета обычно рассматриваются как показатели высокого качества корпоративного управления — чем больше показатель, тем выше качество КУ. Ранг индекса ISS в выборке принимает значения от 1 до 10, высокие значения характерны для высокого качества КУ, и наоборот. Доля независимых директоров в СД является одним из важных индикаторов качества корпоративного управления. В среднем в общепринятой практике предполагается, что не менее трети его членов должны быть независимыми. В выборке средний уровень независимости наиболее высоким является в компаниях США — более 85 %, низкий уровень независимости характерен для компаний Бразилии — чуть более 30 %. Высокая доля акций у инсайдеров и доля акций у институциональных инвесторов обычно отражают высокое качество корпоративного управления. Первое связано с тем, что интересы инсайдеров и акционеров сближаются, второе — с тем, что институциональные инвесторы обычно имеют больше инструментов влияния на решения менеджмента.

Наибольшее число наблюдений в выборке произведено по китайским компаниям, выборка по российским компаниям значительно ограничена в сравнении с другими странами. Важно отметить, что количество наблюдений отличается по разным характеристикам корпоративного управления, оно значительно ограничено по индексу ISS и доле независимых директоров в совете директоров.

Таблица 2. Описательная статистика

Переменная	Бразилия	Индия	Китай	Россия	Южная Африка	США
Дивидендные выплаты, % от чистой прибыли	36,83 (30,44)	15,62 (15,63)	25,35 (19,55)	19,78 (28,39)	40,47 (34,33)	38,55 (34,36)
Отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу, %	0,43 (0,24)	0,77 (0,19)	0,39 (0,19)	0,68 (0,36)	0,53 (0,33)	0,44 (0,45)
Доля независимых директоров в комитете по выплатам, %	89,25 (28,14)	80,32 (17,48)	71,33 (13,94)	83,03 (17,28)	88,85 (15,10)	100,00 (0,00)
Число собраний СД, шт. в год	11,92 (5,25)	6,10 (1,82)	10,03 (3,40)	19,93 (11,65)	5,44 (1,38)	7,58 (2,52)
Размер СД, ед.	9,87 (2,37)	9,10 (1,95)	9,32 (1,53)	10,60 (2,18)	11,57 (2,16)	11,01 (1,56)
Средний стаж СД, лет	5,93 (2,96)	7,24 (3,43)	4,32 (1,43)	5,51 (1,96)	6,79 (2,18)	8,56 (2,33)
Индекс ISS, ед.	5,38 (2,75)	4,92 (2,65)	5,08 (2,18)	5,43 (2,82)	5,46 (2,85)	5,60 (2,85)
Доля независимых директоров в СД, шт.	31,49 (20,17)	51,73 (7,99)	36,85 (4,35)	40,42 (10,70)	61,22 (10,82)	85,45 (6,66)
Доля акций инсайдеров, ед.	0,56 (0,99)	2,63 (2,46)	2,62 (2,98)	2,75 (3,41)	3,31 (2,37)	20,51 (4,41)
Доля институциональных инвесторов, %	35,46 (33,91)	30,24 (22,27)	25,65 (22,78)	38,98 (30,58)	41,70 (26,71)	101,63 (11,87)

Примечание: представлены средние значения переменных; в круглых скобках — стандартные отклонения.

Составлено по: Bloomberg Terminal. URL: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/> (дата обращения: 28.01.2019).

Таблица 3. Количество наблюдений (шт.)

Переменная	Бразилия	Индия	Китай	Россия	Южная Африка	США
Индекс ISS	201	167	54	24	107	452
<i>Отдельные характеристики КУ</i>						
Дивидендные выплаты	391	1427	1226	149	285	462
Отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу	391	1427	1226	149	285	462
Доля независимых директоров в комитете по выплатам	134	682	91	80	128	456
Число собраний СД	214	585	561	74	129	454
Размер СД	252	595	560	84	128	423
Средний стаж СД	204	373	212	84	97	430
Доля независимых директоров в СД	78	696	561	27	131	456
Доля акций инсайдеров	351	1187	1219	71	257	462
Доля институциональных инвесторов	339	1126	1196	126	282	462

Примечание: представлено количество компаний, по которым доступны указанные переменные.

Составлено по: Bloomberg Terminal. URL: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/> (дата обращения: 28.01.2019).

### 3.2. Тобит-регрессия и оценка коэффициента корреляции

Дивидендные выплаты по своей природе являются цензурированной переменной: они либо принимают положительные значения, либо равны нулю, если компания не выплачивает дивиденды. Например, для выборки по России для 43 % компаний эта переменная равна нулю. Поэтому для анализа зависимости дивидендных выплат от качества корпоративного управления часто используют Тобит-модель [John, Knyazeva, 2006; Brown, Roberts, 2016].

В Тобит-модели вводится латентная переменная  $y^*$ , показывающая размер дивидендов, который компания готова платить. Предполагается, что она линейно зависит от качества корпоративного управления  $x$ :

$$y^* = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon,$$

где  $x$  — качество корпоративного управления,  $\beta_0$  и  $\beta_1$  коэффициенты регрессии,  $\varepsilon$  — шум, распределенный по нормальному закону. Наблюдаемое значение дивидендных выплат  $y$  определяется как

$$y = \begin{cases} 0, & \text{если } y^* \leq 0, \\ y^*, & \text{если } y^* > 0. \end{cases}$$

Если верна теория «Outcome», то *высокое* качество корпоративного управления должно сопровождаться более *высокими* дивидендными выплатами. Если же верна теория «Substitute», то *высокое* качество корпоративного управления влечет за собой более *низкие* дивидендные выплаты. В терминах параметров Тобит-модели, если верна теория «Outcome», то  $\beta_1 > 0$ , если теория «Substitute», то  $\beta_1 < 0$ . Данные гипотезы можно проверить с помощью теста на равенство коэффициента  $\beta_1$  нулю.

По аналогии с Тобит-моделью можно оценить коэффициент корреляции между готовностью компании платить дивиденды  $y^*$  и качеством корпоративного управления  $x$ , который будет учитывать цензурированный характер выборки. Для этого добавим к основному уравнению Тобит-модели уравнение для  $x$ :

$$\begin{cases} y^* = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon, \\ x = u, \end{cases}$$

где  $u$  — некоторая случайная величина, некоррелированная с  $\varepsilon$ . Данная формулировка позволяет выразить корреляцию между  $y^*$  и  $x$  через параметры модели. Заметим, что

$$\beta_1 = \frac{\text{cov}(y^*, x)}{\text{var}(y^*)}.$$

Тогда

$$\text{corr}(y^*, x) = \beta_1 \sqrt{\frac{\text{var}(x)}{\text{var}(y^*)}} = \beta_1 \sqrt{\frac{\text{var}(u)}{\beta_1^2 \text{var}(u) + \text{var}(\varepsilon)}}.$$

Правая часть уравнения зависит только от параметров модели, оценки и стандартные ошибки которых можно получить с помощью метода максимального правдоподобия. Поэтому стандартная ошибка  $\text{corr}(y^*, x)$ , необходимая, например, для проверки гипотезы о равенстве коэффициента корреляции нулю, легко вычисляется с помощью дельта-метода.

В табл. 4 и 5 приведены результаты тестирования гипотезы  $H_0: \text{corr}(y^*, x) = 0$  для компаний на ранней и поздней стадиях жизненного цикла. Стадия жизненного цикла компаний определяется для каждой страны отдельно. Компании с низким значением нераспределенной прибыли к собственному капиталу (ниже медианного значения в этой стране) мы относим к компаниям на ранней стадии жизненного цикла, а компании с высоким значением данного показателя — к компаниям на поздних стадиях жизненного цикла. Результаты тестирования гипотезы  $H_0: \beta_1 = 0$  не приводятся, так как они качественно такие же, но коэффициент  $\beta_1$  интерпретировать сложнее, чем коэффициент корреляции.

Результаты для молодых компаний не однозначны. Во-первых, отметим, что для большинства объясняющих переменных найдены значимые оценки коэффициента корреляции с размером дивидендных выплат. Это подтверждает наличие связи между качеством корпоративного управления и дивидендными выплатами в принципе. Для показателя ISS основная гипотеза H51 о работоспособности теории «Substitute» для молодых компаний подтверждается для компаний Бразилии, Индии и Южной Африки, альтернативная теория H02 («Outcome» для молодых

компаний) подтверждается для Китая. По индивидуальным показателям корпоративного управления в основном подтверждается гипотеза H02, что противоречит нашим изначальным предположениям. Например, для доли независимых директоров в СД только для компаний США подтверждается гипотеза H51. Для доли институциональных инвесторов гипотеза H51 подтверждается для Бразилии, альтернативная гипотеза — для Индии, Китая, Южной Африки, США.

Таблица 4. Результаты теста на значимость корреляции: ранняя стадия жизненного цикла

Показатель корпоративного управления	Бразилия	Индия	Китай	Россия	Южная Африка	США
ИндексISS	«Substitute» (−0,09**)	«Substitute» (−0,29***)	«Outcome» (0,39***)	—	«Substitute» (−0,08***)	—
<i>Отдельные характеристики КУ</i>						
Доля независимых директоров в комитете по выплатам	«Outcome» (0,12***)	—	«Substitute» (−0,18***)	«Outcome» (0,20***)	«Outcome» (0,25***)	«Outcome» (0,02***)
Число собраний СД	«Substitute» (−0,54***)	«Outcome» (0,06**)	«Substitute» (−0,09***)	—	«Substitute» (−0,24***)	«Substitute» (−0,08**)
Размер СД	«Outcome» (0,23***)	«Outcome» (0,10***)	«Substitute» (−0,04***)	«Outcome» (0,20***)	«Outcome» (0,29***)	«Substitute» (−0,06***)
Средний стаж СД	«Outcome» (0,36***)	«Outcome» (0,17***)	«Outcome» (0,10**)	—	«Outcome» (0,15**)	«Outcome» (0,26***)
Доля независимых директоров в СД	—	«Outcome» (0,10***)	«Outcome» (0,11***)	«Outcome» (0,17**)	«Outcome» (0,26***)	«Substitute» (−0,02***)
Доля акций инсайдеров	—	«Outcome» (0,11***)	«Outcome» (0,20***)	«Outcome» (0,27***)	«Outcome» (0,09**)	«Substitute» (−0,03**)
Доля институциональных инвесторов	«Substitute» (−0,10***)	«Outcome» (0,10***)	«Outcome» (0,11***)	—	«Outcome» (0,27***)	«Outcome» (0,03***)

Примечание: указано, какая из гипотез подтверждается — «Outcome» или «Substitute»; в скобках приведены оценки коэффициента корреляции  $\text{corr}(y^*, x)$ ; \*, \*\*, \*\*\* — значимость на 1 %-м, 5 %-м и 10 %-м уровнях соответственно.

Составлено по: Bloomberg Terminal. URL: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/> (дата обращения: 28.01.2019).

Таблица 5. Результаты теста на значимость корреляции: поздняя стадия жизненного цикла

Показатель корпоративного управления	Бразилия	Индия	Китай	Россия	Южная Африка	США
Индекс ISS	«Outcome» (0,20***)	«Substitute» (-0,33**)	—	—	—	—
<i>Отдельные характеристики КУ</i>						
Доля независимых директоров в комитете по выплатам	«Outcome» (0,08***)	«Substitute» (-0,21***)	«Substitute» (-0,07***)	—	«Substitute» (-0,18***)	
Число собраний СД	—	«Outcome» (0,01***)	«Substitute» (-0,03***)	«Outcome» (0,12*)	«Substitute» (-0,07**)	«Outcome» (0,12***)
Размер СД	«Outcome» (0,13***)	«Outcome» (0,04**)		«Substitute» (-0,07*)	—	«Outcome» (0,17***)
Средний стаж СД	—	—	—	«Outcome» (2,07***)		«Substitute» (-0,14***)
Доля независимых директоров в СД	—	«Substitute» (-0,22***)	«Substitute» (-0,11***)	«Outcome» (0,37**)	«Substitute» (-0,10***)	«Outcome» (0,10***)
Доля акций инсайдеров	«Substitute» (-0,09***)	-	«Substitute» (-0,01**)	«Outcome» (0,30***)	—	«Outcome» (0,14***)
Доля институциональных инвесторов	«Substitute» (-0,19***)	«Outcome» (0,19***)	«Outcome» (0,23***)	«Substitute» (-0,11***)	—	«Substitute» (-0,16***)

Примечание: указано, какая из гипотез подтверждается — «Outcome» или «Substitute». В скобках приведены оценки коэффициента корреляции  $\text{corr}(y^*, x)$ ; \*, \*\*, \*\*\* — значимость на 1%-м, 5%-м и 10%-м уровнях соответственно.

Составлено по: Bloomberg Terminal. URL: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/> (дата обращения: 28.01.2019).

Для зрелых компаний также найдены значимые оценки коэффициентов корреляции для большинства объясняющих переменных. Положительная корреляция подтверждает теорию «Outcome», отрицательная — теорию «Substitute». Основная гипотеза НО1 («Outcome» для зрелых компаний) подтверждается для индекса ISS в Бразилии, альтернативна гипотеза HS2 — для Индии. Для доли независимых директоров результаты противоречивые — для России и США подтверждается основная гипотеза НО1, для Индии, Китая, Южной Африки — альтернативная гипотеза HS2.

Полученные оценки позволяют говорить о том, что использование индивидуальных характеристик КУ не позволяет получить однозначные выводы. Это может означать, что отдельные характеристики КУ далеко не всегда свидетельствуют о ка-

честве КУ в целом, поэтому использовать их для проверки гипотез не следует. Вместе с тем вопрос о смене зависимости качества корпоративного управления и дивидендных выплат на разных стадиях жизненного цикла требует дополнительного анализа.

### 3.3. Сравнение средних

Дальнейшее исследование гипотез выполнено в форме анализа средних значений дивидендных выплат для разных групп компаний. Чтобы понять, отличается ли взаимосвязь между дивидендами и корпоративным управлением для ранней и поздней стадий жизненного цикла, целесообразно использовать следующий подход.

Выборка условно подразделяется на четыре подвыборки по стадии жизненного цикла и уровню дивидендных выплат. В первую подвыборку попадают компании на *ранней* стадии жизненного цикла с *низким* уровнем дивидендных выплат (ниже медианного значения), во вторую — компании на *ранней* стадии жизненного цикла с *высоким* уровнем дивидендных выплат (выше медианного значения), в третью — компании на *поздней* стадии жизненного цикла с *низким* уровнем дивидендных выплат, в четвертую подвыборку — компании на *поздней* стадии жизненного цикла с *высоким* уровнем дивидендных выплат.

Если верна гипотеза «Outcome», то *высокое* качество корпоративного управления должно сопровождаться более *высокими* дивидендными выплатами. Если же верна гипотеза «Substitute», то *высокое* качество корпоративного управления влечет за собой более *низкие* дивидендные выплаты. Для каждой из этих подвыборок можно посчитать среднее значение одного показателя корпоративного управления. В табл. 6 приведены условные обозначения этого среднего значения для каждой из подвыборок.

Таблица 6. Условное обозначение среднего по компаниям качества корпоративного управления

Среднее значение показателя корпоративного управления	Стадия жизненного цикла	Дивидендные выплаты
$x_{young}^{low}$	Ранняя	Низкие
$x_{mature}^{low}$	Поздняя	Низкие
$x_{young}^{high}$	Ранняя	Высокие
$x_{mature}^{high}$	Поздняя	Высокие

В этих обозначениях гипотезу об отсутствии различия во взаимосвязи между дивидендами и корпоративным управлением для ранней и поздней стадий жизненного цикла можно записать так:

$$H_0 : z = 0,$$

где

$$z = \left( x_{mature}^{high} - x_{mature}^{low} \right) - \left( x_{young}^{high} - x_{young}^{low} \right).$$

Для проверки данной гипотезы используется тест на равенство средних значений, при этом предполагается, что распределение  $z$  можно аппроксимировать нормальным распределением. Результаты тестирования представлены в табл. 7. Здесь для удобства интерпретации результаты оценки следует условно обозначить «Outcome» и «Substitute». В данном контексте «Outcome» означает, что оценка  $z$  больше нуля, и таким образом, теория «Outcome» больше подходит для компаний на *поздних* стадиях жизненного цикла, чем для компаний на *ранних* стадиях жизненного цикла. «Substitute» означает, что  $z$  меньше нуля, и таким образом, теория «Outcome» больше подходит для компаний на *ранних* стадиях жизненного цикла, чем для компаний на *поздних* стадиях жизненного цикла.

Таблица 7. Результаты теста на разницу во взаимосвязи между дивидендами и корпоративным управлением: поздняя и ранняя стадии жизненного цикла

Показатель корпоративного управления	Бразилия	Индия	Китай	Россия	Южная Африка	США
Индекс ISS	«Outcome»**	—	«Substitute»**	—	—	—
<i>Отдельные характеристики КУ</i>						
Доля независимых директоров в комитете по выплатам	—	«Substitute»***	—	—	«Substitute»***	—
Число собраний СД	«Outcome»***	«Outcome»***	—	—	—	—
Размер СД	—	—	«Substitute»*	«Substitute»**	—	—
Средний стаж СД	«Substitute»***	«Substitute»***	—	—	—	«Substitute»***
Доля независимых директоров в СД	—	«Substitute»***	—	—	«Substitute»**	—
Доля акций инсайдеров	—	«Substitute»***	«Substitute»***	—	«Substitute»**	—
Доля институциональных инвесторов	«Substitute»*	—	«Outcome»**	—	—	—

Примечание: указано, какая из гипотез подтверждается — «Outcome» или «Substitute»; \*, \*\*, \*\*\* — значимость на 1 %-м, 5 %-м, 10 %-м уровнях соответственно.

Составлено по: Bloomberg Terminal. URL: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/> (дата обращения: 28.01.2019).

Такая формулировка модели позволяет определить, какая гипотеза лучше объясняет связь корпоративного управления и дивидендных выплат на поздних стадиях жизненного цикла. Наиболее интересны результаты по индексу ISS: для данной переменной основная гипотеза НО1 выполняется для Бразилии, альтернатив-



ная — для Китая. Для других регионов результаты оценки оказались незначимы. Основная гипотеза подтверждается для числа собраний СД в Бразилии и Индии, для доли институциональных инвесторов — в Китае. Альтернативная гипотеза HS2 подтверждается для доли независимых директоров в комитете по выплатам в Бразилии и Южной Африке, для размера СД — в Китае и России, для среднего стажа СД — в Бразилии, Индии, США, для доли независимых директоров и инсайдеров — в Индии и Южной Африке.

В целом значимые результаты для большинства переменных позволяют вести речь о том, что смена характера взаимосвязи корпоративного управления и дивидендных выплат наблюдается на практике. Значимые различия в средних значениях выплат для молодых и зрелых компаний согласуются с разными эмпирическими результатами предыдущих исследований.

## Заключение

Систематизация исследований в области связи качества корпоративного управления и дивидендной политики позволила выявить ряд противоречий в результатах существующих эмпирических исследований. Агентская концепция позволяет трактовать дивидендные выплаты и как субститут корпоративного управления, и как его результат, что предполагает разный характер связи между исследуемыми показателями. Нами выдвинуто предположение, что эти противоречия могут быть разрешены через встраивание моделей «Outcome» и «Substitute» в концепцию жизненного цикла.

Для проверки данной гипотезы в работе использован широкий набор статистических и эконометрических инструментов. Построена Тобит-регрессия и проведен анализ корреляций для цензурированной выборки, осуществлено деление компаний на подвыборки на основе медианных значений показателей жизненного цикла и размера выплат дивидендов, представлен анализ разниц в средних значениях для подвыборок компаний.

Основным результатом работы можно считать подтверждение гипотезы о смене характера взаимосвязи качества корпоративного управления и размера дивидендных выплат на разных стадиях жизненного цикла корпорации. Предположение о том, что для молодых компаний модель субститутов лучше объясняет дивидендную политику, а для зрелых компаний модель результата подходит больше, подтвердилось для индекса корпоративного управления для ряда стран. Однако устойчивых результатов получить не удалось. Для всех используемых методов основные гипотезы подтверждаются только для Бразилии. Отдельные подтверждения есть для Индии и Южной Африки, часть результатов незначима, в отдельных случаях подтверждается альтернативная гипотеза для Индии и Китая. Представляется, что важным ограничением является количество наблюдений: для Бразилии характерно наибольшее число наблюдений по индексу ISS после США.

Отдельные характеристики корпоративного управления не позволяют сделать однозначный вывод о смене теории «Substitute» на теорию «Outcome» в переходе от ранних стадий жизненного цикла к поздним. Однако сам факт смены знака коэффициента корреляции для молодых и зрелых компаний и значимое отличие в средних значениях выплат для разных подвыборок свидетельствуют о том, что концепция

жизненного цикла может быть использована в объяснении дивидендной политики как элемента агентских отношений в корпорации. В этом плане наше исследование вносит вклад в объяснение различий в результатах предыдущих исследований в области анализа связи качества корпоративного управления и дивидендных выплат.

## Литература/References

- Adjaoud F., Ben-Amar W. (2010) Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *Journal of business finance & accounting*, vol. 37, iss. 5–6, pp. 648–667.
- Aggarwal R., Erel I., Stulz R., Williamson R. (2008) Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes, and consequences. *The Review of Financial Studies*, vol. 22, iss. 8, pp. 3131–3169.
- Anthony J. H., Ramesh K. (1992) Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and economics*, vol. 15, iss. 2–3, pp. 203–227.
- Bhattacharya D., Li W. H., Rhee S. G. (2016) Does Better Corporate Governance Encourage Higher Payout? Risk, Agency Cost, and Dividend Policy. *Hitotsubashi Institute for Advanced Study, Hitotsubashi University*. 52 p.
- Bhattacharya S. (1979) Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, vol. 10, iss. 1, pp. 259–270.
- Brown T., Roberts H. (2016) Agency Theory, Corporate Governance and Dividend Payout in New Zealand. *Asia-Pacific Research Exchange*, vol. 32.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. M. (2006) Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, vol. 81, iss. 2, pp. 227–254.
- Dickinson V. (2011) Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, vol. 86, iss. 6, pp. 1969–1994.
- Easterbrook F. H. (1984) Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, vol. 74, iss. 4, pp. 650–659.
- El-Ansary O., Gomaa T. (2012) The life cycle theory of dividends: Evidence from Egypt. *International research journal of finance and economics*, vol. 97, pp. 72–80.
- Fama E. F., French K. R. (2001) Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial economics*, vol. 60, iss. 1, pp. 3–43.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A. (2003) Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, vol. 118, iss. 1, pp. 107–156.
- Gordon M. J. (1959) Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, pp. 99–105.
- Grossman, S. J., Hart, O. D. (1980) Disclosure laws and takeover bids. *The Journal of Finance*, vol. 35, iss. 2, pp. 323–334.
- Grullon G., Michaely R., Benartzi S., Thaler R. H. (2005) Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, vol. 78, iss. 5, pp. 1659–1682.
- Ishikawa H. (2011) Empirical analysis on the dividend life-cycle theory: Evidence from Japan. *The Japanese Accounting Review*, vol. 1, pp. 39–60.
- Jiraporn P., Kim J. C., Kim Y. S. (2011) Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, vol. 46, iss. 2, pp. 251–279.
- Jiraporn P., Ning Y. (2006) Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance*, vol. 16, pp. 24–36.
- John K., Knyazeva A. (2006) Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. *Agency Conflicts, and Corporate Governance (May 2006)*.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. (1998) Law and finance. *Journal of political economy*, vol. 106, iss. 6, pp. 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. (2000) Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, vol. 55, iss. 1, pp. 1–33.
- Lintner J. (1962) Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The review of Economics and Statistics*. pp. 243–269.
- Michaely R., Roberts M. (2006) Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry: Lessons from the dividend policies of private firms. *Unpublished working paper*. 63 p.
- Officer M. S. (2011) Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations. *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, iss. 3, pp. 710–724.

- Riaz S., Liu Y., Ahmad M. I. (2016) Dividend Policy and Corporate Governance Perspective. *Accounting and Finance Research*, vol. 5, iss. 3, pp. 77–86.
- Sakr A., Youssef N. (2016) The Effect of Corporate Governance on Mutual Fund Dividend Policy: Evidence from Egypt. *Working Paper*. 14 p.
- Thanatawee Y. (2011) Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, vol. 2, iss. 2, pp. 52–60.
- Cremers M., Ferrell A. (2009) Thirty years of corporate governance: Firm valuation and stock returns. *Revised and resubmitted at Journal of Finance*. 58 p.

Статья поступила в редакцию 11.11.2018

Статья рекомендована в печать 11.09.2019

Контактная информация:

Ларин Александр Владимирович — alarin@hse.ru

Новак Анна Евгеньевна — канд. экон. наук; aenovak@hse.ru

Хвостова Ирина Евгеньевна — ikhvostova@hse.ru

## How Corporate Governance Influence Dividends on Different Corporation Lifecycle Stages\*

A. V. Larin, A. E. Novak, I. E. Khvostova

National Research University Higher School of Economics,  
20, Myasnitskaya ul., Moscow, 101000, Russian Federation

**For citation:** Larin A. V., Novak A. E., Khvostova I. E. (2019). How Corporate Governance Influence Dividends on Different Corporation Lifecycle Stages. *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, vol. 35, iss. 4, pp. 569–587. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.404> (In Russian)

The modern model of the corporation involves the separation of property and control, which often leads to the emergence of corporate conflicts, which are a serious obstacle to the effective distribution of capital. The study of the relationship of dividend policy and the quality of corporate governance is an important task. On the one hand, decisions on payout policy and capital structure can be viewed as mechanisms for resolving agency conflicts or substitutes for best corporate governance practices. On the other hand, the quality of corporate governance itself is a determining factor in financial decisions. This paper attempts to explain previously obtained contradictory empirical results using the theory of the corporate life cycle. The direction of the relationship between dividend payments and quality of corporate governance at different stages in the life cycle may vary. For the ISS index, the outcome theory better explains the payout policy in later stages of the life cycle for mature, stable companies that have significant resources to resolve agency conflicts. The model of substitutes, in turn, explains the use of the payout policy at the early stages of the life cycle, when the cost of building high-quality corporate governance far exceeds potential losses from dividend payments.

**Keywords:** agency conflict, corporate governance, payout policy, life-cycle theory, panel data, Tobit-model.

Received: 11.11.2018

Accepted: 11.09.2019

Authors' information:

Alexander V. Larin — alarin@hse.ru

Anna E. Novak — PhD in Economics; aenovak@hse.ru

Irina E. Khvostova — ikhvostova@hse.ru

---

\* The article was prepared within the framework of the Academic Fund Program at the National Research University Higher School of Economics (HSE University) in 2019 — 2020 (grant N 19-04-039) and by the Russian Academic Excellence Project “5–100”.