

УДК: 336.7  
JEL: G35

## ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С УЧАСТИЕМ ГОСУДАРСТВА: ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ

*В. В. Назарова, Е. О. Емельянова*

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Российская Федерация, 190121, Санкт-Петербург, ул. Союза Печатников, 16

**Для цитирования:** Назарова В. В., Емельянова Е. О. 2020. Дивидендная политика российских компаний с участием государства: оценка влияния совета директоров. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент* 19 (1): 97–125.  
<https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2020.104>

Работа посвящена изучению особенностей дивидендной политики российских компаний с государственным участием, а также выявлению факторов, ее определяющих. Принимаемые в компании дивидендные решения во многом зависят от деятельности совета директоров — центрального органа корпоративного управления и связующего звена между акционерами и менеджерами. Актуальность темы обусловлена преобладающей долей компаний с государственным участием в ВВП России. Это объясняет необходимость изучения тенденций их поведения в области дивидендной политики. Кроме того, в период с 2015 по 2017 г. был введен ряд законодательных изменений, в том числе повышена норма дивидендных выплат. Несмотря на требование законодательства, установленная норма не всегда соблюдается на практике. Это дает основания предполагать, что совет директоров может оказывать влияние на выплачиваемые компанией дивиденды и при наличии норматива, регулирующего дивидендные выплаты. В исследовании проведен эмпирический анализ взаимосвязи структурных характеристик советов директоров, финансово-экономических показателей компаний с государственным участием и коэффициента дивидендных выплат. В работе проанализирована деятельность 120 российских акционерных обществ за три года — с 2015 по 2017 г. Основные гипотезы исследования о взаимосвязи характеристик советов директоров компаний с государственным участием и коэффициента дивидендных выплат подтвердились частично. Обнаружена статистически значимая связь между некоторыми характеристиками (размер совета директоров, доля женщин и доля независимых директоров в совете) и коэффициентом дивидендных выплат. В то же время сложно делать однозначные выводы относительно причинно-следственной связи, т. е. вести речь о влиянии характеристик советов директоров на склонность компаний с государственным участием к выплате дивидендов. Также дивидендная политика компаний с государственным участием является источником формирования доходов бюджета, что дополнительно подчеркивает актуальность предложенного исследования. Необходи-

мо отметить, что полученные результаты не могут быть распространены на всю совокупность компаний российского рынка.

*Ключевые слова:* дивидендная политика, совет директоров, публичные компании (открытые акционерные общества), компании с государственным участием, коэффициент дивидендных выплат.

## ВВЕДЕНИЕ

В финансовой науке большое внимание уделяется изучению факторов, определяющих дивидендную политику компаний с государственным участием. Одно из важнейших корпоративных решений — установить, какую долю чистой прибыли следует выплачивать в виде дивидендов акционерам, а какую — направлять на инвестиционные цели. При этом фирмы стремятся принять оптимальное решение, чтобы оказать положительное влияние на развитие компании в долгосрочной перспективе.

Дивидендная политика компании во многом зависит от организации в ней системы корпоративного управления. Исследования все чаще фокусируются на изучении влияния совета директоров как центрального механизма корпоративного управления на принимаемые дивидендные решения. Именно совет директоров формулирует рекомендации общему собранию акционеров относительно размера дивидендных выплат, которые собственники капитала могут уменьшить, увеличить либо оставить неизменными. В данной ситуации логично предположить, что характеристики совета директоров влияют на ключевые решения дивидендной политики.

Цель данной работы — выявить взаимосвязи между структурными характеристиками советов директоров российских компаний с государственным участием, их финансово-экономическими показателями и коэффициентом дивидендных выплат по обыкновенным акциям и долей чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов акционерам. В работе также рассмотрены особенности дивидендной политики российских компаний с участием государства.

В большинстве исследований при анализе факторов, определяющих выбор российскими компаниями дивидендной политики, не принимается во внимание влияние участия государства в структуре собственности публичной компании. Изучение взаимосвязи между структурой собственности и дивидендной политикой публичных российских компаний позволит сделать выводы о том, как участие государства в собственности компании может влиять на выплату дивидендов и показатели реинвестирования, а также на выработку механизмов эффективного управления такими компаниями.

В настоящей статье представлен анализ коэффициента дивидендных выплат по обыкновенным акциям российских компаний с государственным участием, который в литературе освещен крайне ограниченно. В работе используются результаты ранее проведенных исследований и описанный в них набор характе-

ристик (см., напр.: [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013; Амбарднишвили и др., 2017; Chen, Lin, Kim, 2011; Florackis, Kanas, Kostakis, 2015; Elmagrhi et al., 2017]), что позволяет рассмотреть практически все возможные взаимосвязи.

Актуальность заявленной темы обусловлена преобладающей долей компаний с государственным участием в ВВП России [Мереминская, 2016]. Так, рейтинговое агентство Moody's оценивает долю госсектора в российской экономике в размере 40–50%. Это объясняет необходимость изучения тенденций их поведения, в том числе и в области дивидендной политики. Кроме того, сегодня доступна обширная база работ, в которых рассматриваются закономерности принятия корпоративных дивидендных решений на примере развитых рынков (см., напр.: [Chen, Lin, Kim, 2011; Florackis, Kanas, Kostakis, 2015; Elmagrhi et al., 2017]). Однако количество аналогичных исследований на данных стран с развивающейся экономикой является незначительным. В период с 2015 по 2017 г. вводились законодательные изменения, например была повышена норма дивидендных выплат, что в рамках обозначенной темы вызывает особый интерес.

Статья содержит три основных раздела. В первом рассмотрены результаты эмпирических работ, в которых исследуется влияние совета директоров на дивидендные решения, принимаемые в компании, а также описаны особенности дивидендной политики и структура совета директоров российских компаний с государственным участием. Второй раздел посвящен анализу взаимосвязи характеристик советов директоров российских акционерных обществ с государственным участием и коэффициента дивидендных выплат. В третьем разделе обсуждаются эмпирические результаты и практика их применения с учетом специфики российского фондового рынка. В заключение сформулированы основные выводы, а также приведены возможные направления дальнейших исследований.

## **ВЛИЯНИЕ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ: ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ**

Совет директоров является центральным органом корпоративного управления и оказывает непосредственное влияние на дивидендную политику компании. Одно из ключевых дивидендных решений — какую долю чистой прибыли, сгенерированной компанией за период, необходимо выплачивать собственникам в виде дивидендов. На величину коэффициента дивидендных выплат влияет множество факторов: финансовое положение фирмы, текущее состояние рынка, стратегия дивидендной политики, предпочтения собственников капитала. При этом рекомендация общему собранию акционеров об установлении доли чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, формулируется членами совета директоров. Акционеры могут либо согласиться с установленной долей, либо изменить ее в большую или меньшую сторону. Учитывая прямое влияние совета на распределение чистой прибыли, логично предположить, что его структурные характеристики влияют на коэффициент дивидендных выплат.

Среди основных структурных характеристик совета директоров авторы выделяют: его разнородность, т. е. гендерное и этническое разнообразие, а также вхождение в состав независимых членов, которые имеют отличный от других членов профессиональный бэкграунд и находятся вне зоны влияния компании [Byoun, Chang, Kim, 2016]; численность, долю обыкновенных акций, принадлежащих членам совета [Belden, Fister, Knapp, 2005; Sharma, 2011; Wang, Jin, Yang, 2016]; двойственное положение председателя — совмещение им обязанностей CEO и руководителя совета [Chen, Lin, Kim, 2011; Yarram, Dollery, 2015].

Ряд эмпирических исследований посвящен изучению влияния независимых директоров на склонность компании к выплате дивидендов, а также на результативность фирмы. Авторы большинства работ подтверждают гипотезу о позитивном влиянии независимых директоров в совете на долю чистой прибыли, приходящуюся на выплату дивидендов собственникам компании [Belden, Fister, Knapp, 2005; Sharma, 2011; Wang, Jin, Yang, 2016]. Это может быть связано со способностью независимых директоров принимать более эффективные решения на благо акционеров из-за отсутствия личной заинтересованности и агентского конфликта.

В литературе встречается упоминание о возможной связи между присутствием женщин в совете директоров и склонностью компании к выплате дивидендов. Положительная связь была выявлена некоторыми исследователями, однако используемая методология не позволяет полагаться на полученные результаты. При этом в широко цитируемых работах отмечается, что вхождение в совет женщин способствует повышению результативности фирмы [Adams, Ferreira, 2009; Carter et al., 2010; Byoun, Chang, Kim, 2016; Terjesen, Couto, Francisco, 2016]. Предполагается, что это может быть связано с обеспечением женщинами более эффективного мониторинга или иным взглядом на решение возникающих проблем.

Число работ, посвященных исследованию влияния этнического разнообразия совета директоров на склонность к выплате дивидендов, крайне мало. В основном авторы концентрируются на анализе финансовой результативности фирм, причем выводы исследований противоречивы. С одной стороны, выявлена положительная связь между присутствием в совете иностранцев и успешностью функционирования компании. С другой — некоторые исследователи заявляют об отсутствии влияния этнического разнообразия на результативность компании, если речь идет о проблеме эндогенности, т. е. влияния внутрикорпоративных факторов на склонность компании к выплате дивидендов [Carter et al., 2010; Bellini et al., 2013].

В настоящее время лишь ограниченное количество эмпирических исследований посвящено изучению влияния численности совета директоров на дивидендную политику компаний. Обычно размер совета рассматривается как одна из его характеристик, которую невозможно однозначно определить. Количество директоров, входящих в состав совета, традиционно устанавливается в зависимости от числа акционеров компании, а также ее стратегии и приоритетных задач. В Рос-

сии, например, для компаний, численность собственников которых превышает 1 тыс. человек, необходимо иметь как минимум семь, более 10 тыс. — девять членов совета директоров [Теплова, Зальцман, 2015].

Количество акций компании, принадлежащих членам совета директоров, также является важным фактором, определяющим дивидендные решения фирмы. Однако эмпирические исследования в области корпоративных финансов обычно рассматривают дивидендную политику компаний и структуру владения акционерным капиталом как две отдельные сферы. Как следствие, работ, в которых анализируется влияние доли участия членов совета директоров в капитале на политику принятия дивидендных решений, недостаточно. Тем не менее выводы ряда исследований свидетельствуют о наличии положительной связи между долей акций, находящихся во владении членов совета директоров, и дивидендными выплатами компании (см., напр.: [Abdullah, 2014]).

Согласно результатам некоторых работ, существует положительная связь между двойственным положением председателя совета директоров и склонностью компании к выплате дивидендов (см., напр.: [Chen, Lin, Kim, 2011; Yarram, Dollery, 2015]). В то же время большинство авторов приходят к противоположным выводам, заявляя о негативном влиянии совмещения двух позиций на размер выплачиваемых дивидендов (см., напр.: [Теплова, Зальцман, 2015; Chen, Lin, Kim, 2011; Yarram, Dollery, 2015]). Это может объясняться тем, что одновременное выполнение обязанностей директора и председателя совета директоров приводит к сосредоточению исполнительной власти в одних руках, позволяя действовать в своих интересах в ущерб акционерам. Негативный эффект также может быть обусловлен снижением мониторинга и контроля за действиями управляющего персонала.

Ряд исследований посвящен анализу взаимосвязи доли акций, находящихся в собственности государства, и размера дивидендных выплат. Обнаружена положительная связь между долей государственного владения и склонностью компании к выплате дивидендов. Авторы отмечают, что подобный эффект особенно актуален при рассмотрении дивидендной политики компаний с государственным участием в долгосрочной перспективе [Firth et al., 2016]. В то же время другая часть исследований связывает участие государства со снижением вероятности дивидендных выплат. Такой вывод получен, например, на основе данных развивающегося турецкого рынка [Al-Najjar, Kilincarslan, 2016].

Результаты эмпирических исследований, в которых анализируется влияние структурных характеристик совета директоров на дивидендные решения компании, свидетельствуют о неоднозначном характере этой связи. Сформулированные в работах выводы могут значительно отличаться в зависимости от выбранных данных и методологии. Таким образом, выводы отдельных работ нельзя распространить на всю совокупность компаний, осуществляющих деятельность на рынках разных стран. Исследование влияния состава совета директоров должно носить узконаправленный характер, именно поэтому особый интерес вызывает

изучение влияния характеристик совета директоров на дивидендные выплаты в российских компаниях с государственным участием.

## **РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ: ОСОБЕННОСТИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ И СТРУКТУРА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ**

**Особенности дивидендной политики российских компаний с государственным участием.** Дивидендная политика российских компаний с участием государства отличается от политики компаний, принадлежащих частным владельцам. Государство, в отличие от других акционеров, может оказывать влияние на принимаемые дивидендные решения не только как собственник, но и как регулирующий орган, требования которого фирмы обязаны выполнять. Несмотря на наличие государства в числе собственников, эти компании являются коммерческими организациями и нацелены на извлечение прибыли. Государство, выступая в роли акционера, ожидает получения дивидендов для пополнения федерального и регионального бюджетов.

Анализ отчетов Министерства финансов РФ об исполнении бюджета России за период с 2015 по 2017 г. позволяет сделать предположение о неэффективности использования государственных средств, вложенных в акционерные капиталы российских компаний. В течение рассматриваемого временного интервала доля дохода от участия в капитале компаний, полученного в виде дивидендов, составляла менее 5% от суммы общих неналоговых поступлений федерального бюджета РФ. Подобная ситуация характерна и для предшествующих пяти лет, когда доля дивидендов от неналоговых поступлений в бюджет не превышала 6%<sup>1</sup>.

При изучении политики выплаты дивидендов зарубежными компаниями с государственным участием необходимо принять во внимание, что какая-либо классификация стран в соответствии с проводимой ими дивидендной политикой весьма сложна. Достаточно часто используется следующая классификация [Policy Brief on Corporate Governance..., 2010]:

- ◆ страны, где на государственном уровне отсутствует дивидендная политика в отношении компаний с государственным участием (США, Канада, Великобритания);
- ◆ страны, где принят централизованный подход при выработке дивидендной политики на государственном уровне (Новая Зеландия, Австралия);
- ◆ страны, использующие смешанный подход (Швеция);
- ◆ страны, где принят децентрализованный подход (Финляндия, Норвегия).

Практика дивидендных выплат в других странах в части периодичности, стабильности, размера дивидендов может быть полезна для совершенствования по-

---

<sup>1</sup> Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2015–2017 гг. Министерство финансов Российской Федерации. Расширенная коллегия Министерства финансов Российской Федерации. 2015–2017.



литики выплат дивидендов российских компаний с государственным участием. Для рыночных инвесторов, вкладывающих свой капитал на зарубежных рынках, сопоставление российских данных с показателями развивающихся и развитых стран позволит объективно оценить конкурентные преимущества тех или иных дивидендных историй на уровне фондового индекса.

Обязательная норма отчислений корпораций в виде дивидендов принята в Китае. В системе корпоративного управления отмечаются фактический контроль и участие государства в деятельности компаний, которыми оно формально не владеет. Показатель выплачиваемых дивидендов является достаточно низким, генерируемые прибыли возвращаются корпорациями через финансирование социальных проектов и иных направлений, которые регламентирует государство. В 2013 г. в стране была поставлена цель обеспечить к 2020 г. уровень дивидендных выплат в размере до 30% от чистой прибыли. Важно отметить, что этот уровень ниже нормы, принятой в американских компаниях (50–60% от чистой прибыли), и средних размеров дивидендов, выплачиваемых компаниями с государственным участием в пяти странах с развитой экономикой (33%) [Рыкова, 2015].

Финансирование развития компаний Китая через внутренний источник (нераспределенную прибыль) позволяет обеспечить стабильный рост при наличии устойчивого источника финансирования. Эта стратегия имеет преимущества, но не позволяет развиваться фондовому рынку и другим отраслям, которые могли бы получать дополнительное финансирование за счет дивидендов от участия в компаниях. В Китае проводится активная политика реформирования, направленная на обеспечение гибкости дивидендной политики компаний с государственным участием в части определения нормативной доли выплаты дивидендов; а также на проведение мониторинга и корректировки правительством среднего показателя дивидендных выплат по всем централизованно управляемым компаниям.

Предприятия с государственным участием занимают существенную долю в экономике Швеции [Рыкова, 2015]. Ключевыми особенностями их дивидендной политики являются: установление индивидуальных целевых показателей по выплатам дивидендов для отдельных компаний; учет при планировании дивидендных выплат состояния конкретной отрасли, делового цикла, финансового состояния предприятия, наличия инвестиционной программы. Основным показателем эффективности компаний с государственным участием принято считать показатели рентабельности собственного капитала или операционного капитала. Следовательно, дивидендная политика компаний с государственным участием в Швеции является достаточно гибкой и учитывает интересы всех участников.

Анализ дивидендной политики в Новой Зеландии, Норвегии, Финляндии, Франции показывает, что ее приоритетом выступает соблюдение баланса между формированием доходов бюджета и обеспечением перспективного развития компаний, в том числе их программ инновационного развития. Таким образом, создается долгосрочная стоимость компании с государственным участием [Bellini et al., 2013].

В Кувейте государственные структуры достаточно сильно влияют на дивидендные решения компаний с государственным участием, что проявляется в высокой вероятности выплаты ими дивидендов [Al-Kuwari, 2012]. При этом влияние на дивидендную политику крупных контролирующих акционеров, представленных в лице институциональных инвесторов или физических лиц, для таких компаний отсутствует.

Влияние государства на дивидендную политику в странах с развивающимися рынками можно объяснить следующим образом: являясь крупным собственником, оно не представлено в одном лице, что порождает агентский конфликт между собственником и управляющим. Для снижения издержек мониторинга государство поддерживает стабильные дивидендные выплаты, стимулируя менеджеров к поиску внутренних и внешних источников финансирования инвестиционных программ и других корпоративных направлений развития компании.

Сравнение российской и зарубежной практик проведения дивидендной политики подтверждает предположение о том, что российские компании с государственным участием склонны выплачивать меньшие дивиденды, чем иностранные. Однако доля чистой прибыли, которую отечественные компании с участием государства направляют на выплату дивидендов, сопоставима с показателями аналогичных иностранных компаний других развивающихся рынков и составляет 20–35% [Рыкова, 2015; Теплова, Зальцман, 2015]. Российские акционерные общества, в которых государство выступает одним из ключевых акционеров, имеют характерные особенности дивидендной политики. Выявление трендов в принятии дивидендных решений национальными компаниями — первостепенный шаг в анализе их поведения на рынке.

Во-первых, более половины российских компаний до недавнего времени были склонны придерживаться консервативной стратегии дивидендных выплат, что является отличительной чертой и других развивающихся рынков [Семернина, Козлова, 2016]. Такой подход подразумевает выплату дивидендов по остаточному принципу, поскольку в первую очередь ресурсы направляются на инвестиционные цели для обеспечения стратегического развития компании. Данная особенность во многом обусловлена историческим развитием российского фондового рынка.

Большинство российских компаний находится на этапе активного роста, подтверждением чего может служить факт выхода на мировой рынок лишь незначительной их части. Для фирм было целесообразнее вкладывать средства в собственное развитие, а не выплачивать крупные дивиденды. Однако в последние годы российские компании склонны отказываться от консервативной стратегии, ставя в приоритет выплату дивидендов акционерам [Семернина, Козлова, 2016].

Во-вторых, российские компании с государственным участием предпочитают отказ от фиксированных дивидендных выплат в пользу плавающих. Эта особенность так же характерна для развивающихся рынков, как и факт отказа



от принятия строгих обязательств относительно дивидендных выплат [Brealey, Myers, Allen, 2016].

Преобладание годовых дивидендных выплат над промежуточными также является особенностью дивидендной политики российских компаний с государственным участием [Семернина, Козлова, 2016]. В то же время не все из них придерживаются подобной стратегии. Некоторые осуществляют промежуточные дивидендные выплаты, которые, как правило, носят несистематический характер. В качестве примера можно привести ПАО «Ростелеком». Обычно более частая выплата дивидендов обусловлена не долгосрочной стратегией компании, а высокой нестабильностью среды, в которой функционируют российские фирмы, изменениями в законодательстве, касающимися налогообложения дивидендов, а также внешними факторами, например геополитической напряженностью [Aivazian, Booth, Cleary, 2003].

Наконец, дивидендная политика российских компаний с государственным участием в значительной степени обусловлена ожиданиями и интересами мажоритарных владельцев капитала [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Причинами подобного явления служат особенности структуры собственности российских компаний с участием государства в части выбора приоритетов распределения чистой прибыли, структуры акционеров и их влияния на корпоративные решения, а также ограниченная способность менеджмента воздействовать на определение приоритетов дивидендной политики.

Российские компании с государственным участием выплатили рекордные дивиденды за 2018 г. Например, ПАО «Газпром» увеличило их практически в два раза, выплатив акционерам 393,2 млрд руб. Тенденцию роста дивидендов также поддержали ПАО «Сбербанк» и ПАО «НК «Роснефть»». Однако на практике установленная норма выплаты дивидендов в размере 50% чистой прибыли по-прежнему не выполняется. Из крупных компаний этот норматив соблюдает только «Роснефть». Специалисты объясняют заметное увеличение размера дивидендных выплат невысокими перспективами экономического роста, что побуждает компании отказываться от инвестирования и направлять большую часть чистой прибыли на выплаты дивидендов акционерам [Сорокин, 2019].

Большинство особенностей дивидендной политики российских компаний с государственным участием обусловлено сложившейся законодательной базой. Ее основу составляют положения принятого в 1995 г. Федерального закона «Об организации акционерных обществ», который регламентирует деятельность компаний, функционирующих на территории РФ<sup>2</sup>. С течением времени в этот закон вносились поправки и дополнения, в том числе в статьи о дивидендной политике. В частности, были разработаны рекомендации по норме дивидендных выплат. В 2012 г. Правительство РФ обязало компании с долей государства в акционер-

---

<sup>2</sup> Об акционерных обществах. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (ред. от 15 апреля 2019 г.).

ном капитале выплачивать дивиденды в размере не менее 25% чистой прибыли по российским стандартам бухгалтерского учета. До этого данная норма носила лишь рекомендательный характер. Несмотря на четко сформулированное требование, многие компании в 2012–2014 гг. выплатили меньше, обосновывая свое решение наличием крупных инвестиционных проектов [Филатов и др., 2014].

В 2016 г. для расчета дивидендных выплат Министерством финансов было предложено использовать показатель чистой прибыли в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, что оказало значительное влияние на крупные компании, поскольку международные стандарты предполагают включение в учет прибыли материнской компании прибыли ее дочерних обществ. В том же году распоряжением Правительства РФ доля прибыли, выплачиваемая в виде дивидендов, была увеличена до 50%<sup>3</sup>. В мае 2017 г. Правительство РФ выпустило дополнительное распоряжение, согласно которому дивиденды российских компаний должны определяться с использованием международных стандартов, если акционерное общество обязано составлять отчетность данного типа<sup>4</sup>. В случае превышения размера чистой прибыли, рассчитанной по данным отчетности российских стандартов, компания должна использовать нераспределенную прибыль и для дивидендных выплат.

Еще одной особенностью корпоративного управления в российских акционерных обществах с участием государства является активная вовлеченность совета директоров в процесс управления операционной деятельностью компании, а также отсутствие четких границ между сферами ответственности совета директоров и исполнительными органами.

**Структура совета директоров российских компаний с участием государства.** Роль совета директоров как внутреннего органа корпоративного управления менялась в зависимости от состояния институциональной среды, в которой функционировали российские компании с государственным участием. С начала 1990-х гг. на этапе перехода к рыночной экономике и активного процесса приватизации совет директоров выступал скорее формальным органом управления. Наличие неразработанной законодательной базы, которая призвана регулировать его функции и полномочия, а также преобладание государственных структур в собственности компаний были основными причинами сложившейся ситуации. Кроме того, отсутствовала прозрачность деятельности советов, а управленческие решения часто принимались собственниками компаний.

Спустя десятилетие начались изменения, которые способствовали развитию системы корпоративного управления в российских компаниях, в том числе

---

<sup>3</sup> Об определении размера дивидендов, выплачиваемых компаниями с государственным участием. Распоряжение Правительства РФ от 18 апреля 2016 г. № 705-р. Правительство Российской Федерации. 2016.

<sup>4</sup> О формировании позиции акционера Российской Федерации в публичном акционерном обществе, акции которого находятся в федеральной собственности. Распоряжение Правительства РФ от 29 мая 2017 г. № 1094-р (ред. от 7 марта 2018 г.).

с государственным участием. Возникшая потребность в долгосрочном планировании и необходимость контроля за деятельностью менеджмента стали причинами наделения советов директоров реальными полномочиями, что привело к укреплению его роли в системе корпоративного управления [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016].

В настоящее время совет директоров в компаниях с государственным участием имеет ряд структурных особенностей. Все члены совета делятся на исполнительных, занимающих менеджерские позиции в компании, и неисполнительных, которые работниками не являются<sup>5</sup>. Неисполнительные директора подразделяются на зависимых и независимых. Зависимые директора могут быть представителями государства, профессиональными поверенными или лицами, так или иначе связанными с компанией [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016]. Отличие государственных представителей от профессиональных поверенных заключается в том, что последние не занимают посты на государственной службе, но при этом выражают интересы государства в совете директоров [Амбарднншвили и др., 2017]. По определенному спектру вопросов они голосуют на основании выданных им директив, тем самым выступая проводниками государственных интересов.

Независимыми директорами признаются те члены совета, которые не являются работниками организации или иным образом аффилированными с ней лицами [«Независимые иностранцы» в совете директоров..., 2007]. Считается, что независимые директора неподвластны влиянию внутри компании, не имеют материальной заинтересованности и поэтому способны принимать объективные решения, используя накопленный опыт и профессиональные компетенции. В российских компаниях роль независимого директора недооценена по сравнению с практикой других стран. Большинство зарубежных кодексов корпоративного управления рекомендует включать в состав совета значительную долю независимых членов (около 50%), однако отечественное законодательство подобных рекомендаций не формулирует. До недавнего времени присутствие в советах независимых директоров было обусловлено лишь выполнением требования бирж для выхода на рынок ценных бумаг. В 90% российских компаний, прошедших процедуру листинга, включение в совет директоров независимых членов осуществлялось скорее не как попытка улучшения механизма корпоративного управления, а как подчинение требованиям зарубежных бирж [«Независимые иностранцы» в совете директоров..., 2007].

Таким образом, дивидендная политика российских компаний с государственным участием находится на этапе своего формирования. Несмотря на наличие разработанных положений о дивидендной политике у крупнейших фирм, многие вопросы остаются нерешенными как для самих компаний, так и для ее собственников. В первую очередь это касается важнейшего дивидендного реше-

---

<sup>5</sup> В некоторых работах данные группы именуются инсайдерами и аутсайдерами (см., напр.: [Березинец, Ильина, Смирнов, 2016]).

ния — выплаты дивидендов акционерам. Наличие требования о норме чистой прибыли, распределяемой в виде дивидендов, часто становится формальностью, которую ряду компаний удается обойти. Совет директоров в компаниях с государственным участием имеет структурные особенности, отличающие его от советов в фирмах, владельцами которых выступают частные инвесторы. Именно это и определяет его специфическую роль. Необходимо подчеркнуть, что в отечественных компаниях советы директоров также находятся в процессе развития. Российские акционерные общества нередко перенимают зарубежные практики в области дивидендной политики и при формировании советов директоров.

## ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

**Описание данных.** Анализ основан на данных об акционерных обществах, осуществлявших свою деятельность на российском рынке в период с 2015 по 2017 г. Для формирования выборки был использован реестр «Росимущества», содержащий информацию о компаниях, мажоритарным акционером которых является государство. Первоначальная выборка состояла из 2 157 открытых акционерных обществ. Из полученного списка были отобраны компании, отвечающие следующим критериям: наличие функционирующего совета директоров; получение прибыли по итогам каждого года; осуществление дивидендных выплат собственникам на ежегодной основе в денежной форме. Критерии для отбора сформулированы таким образом, чтобы сконцентрироваться на исследовании доли чистой прибыли, которую российские компании с государственным участием направляют на выплату дивидендов. В результате отбора по заявленным критериям список сократился до 1 386 акционерных обществ.

Необходимость дальнейшего отбора была обусловлена недоступностью годовой и квартальной отчетности некоторых компаний, а также отрицательными значениями чистой прибыли, полученной по результатам рассматриваемых отчетных периодов. Если компании выплачивали дивиденды, но имели отрицательное значение чистой прибыли по итогам соответствующего года, то значение коэффициента дивидендных выплат было отрицательным. Кроме того, это означало, что дивиденды, скорее всего, выплачивались из резервов компаний, сформированных в прошлом. В этой связи была проведена вторичная процедура отбора, в результате которой количество компаний с государственным участием в выборке оказалось равным 1 183. Далее из полученного списка случайным образом были взяты 120 компаний для формирования итоговой выборки. Такое сокращение было вызвано трудоемкостью сбора информации о финансовом состоянии компаний и об их советах директоров за три года.

Используемый для исследования массив данных можно условно разделить на две части. Первая из них содержит информацию о финансово-экономическом положении компаний, вторая отражает структурные характеристики советов директоров. Для сбора данных о финансово-экономическом положении компа-

ний использовались годовые и квартальные отчеты обществ, доступные в базе СПАРК, а также официальные сайты компаний, предоставляющих подробную информацию для акционеров в специализированном разделе. Квартальная отчетность была необходима для данных о советах директоров, так как обычно по итогам второго квартала публикуется информация о результатах проведения заседаний советов директоров. Таким образом, можно проследить изменение структурных характеристик этого органа корпоративного управления за соответствующий период.

Отнесение компании к отрасли деятельности осуществлялось на основе первых двух цифр кода ОКВЭД, присвоенного каждой компании. Затем получившиеся классы были сгруппированы в более крупные разделы и названы согласно рекомендациям нового классификатора кодов ОКВЭД-2 от 2019 г. (табл. 1).

*Таблица 1. Распределение компаний в выборке по отраслям деятельности*

<b>Отрасль деятельности</b>	<b>Доля компаний в выборке, %</b>
Услуги	28
Обрабатывающие производства	26
Обеспечение электроэнергией, газом, водой	9
Транспорт	9
Добывающая промышленность	8
НИОКР	6
Строительство	4
Торговля	4
Информация и связь	3
Сельское хозяйство	3

Большинство компаний в выборке осуществляет деятельность в сфере услуг и обрабатывающего производства. Полученное распределение по отраслям согласуется с результатами исследования, проведенного ранее [Амбарднишвили и др., 2017], что свидетельствует об отсутствии структурных изменений в направлениях деятельности российских акционерных обществ, собственником или мажоритарным акционером которых выступает государство.

**Методология исследования.** Выполнение регрессионного анализа планировалось с использованием трех видов эконометрических моделей: модель, основанная на объединенных кросс-секционных данных, модель с фиксированными эффектами (fixed-effect model) и модель со случайными эффектами (random-effect model). Выбор указанных моделей был обусловлен панельной структурой данных. По результатам проведенного анализа выбор был сделан в пользу модели с фиксированными эффектами. Ожидается, что ненаблюдаемые фиксированные эффекты компаний являются неизменными во времени и коррелируют с другими переменными, включенными в модель, что и обусловило выбор данного типа модели.

В рамках проведенного исследования была использована регрессионная модель с фиксированными эффектами, которая имеет следующий вид:

$$DividendPayout_{it} = \alpha_i + \beta Fin_{it} + \gamma Board_{it} + u_{it}; i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T,$$

где  $DividendPayout_{it}$  — зависимая переменная — значение коэффициента дивидендных выплат по обыкновенным акциям для  $i$ -й компании в  $t$ -м году;  $\alpha_i$  — фиксированная константа (intercept), уникальная для каждой  $i$ -й компании; индивидуальный ненаблюдаемый эффект, который может оказывать влияние на коэффициент дивидендных выплат по обыкновенным акциям, а также коррелировать с объясняющими переменными в модели;  $\beta, \gamma$  — векторы оцениваемых коэффициентов;  $Fin_{it}$  — вектор объясняющих переменных, характеризующих финансово-экономическое положение анализируемых компаний;  $Board_{it}$  — вектор объясняющих переменных, отражающих структурные характеристики советов директоров рассматриваемых компаний;  $u_{it}$  — вектор ошибок регрессии (error/disturbance term).

В табл. 2 представлено описание переменных.

Таблица 2. Характеристика переменных регрессионного анализа

Переменная	Характеристика
1	2
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>Dividend_payout</i>	Коэффициент дивидендных выплат (коэффициент дивидендного выхода). Рассчитывается как отношение выплаченных дивидендов по обыкновенным акциям к чистой прибыли компании, полученной за рассматриваемый период
<i>Переменные, характеризующие финансово-экономическое положение компании</i>	
<i>Company_size</i>	Переменная, описывающая размер компании. Определяется как натуральный логарифм балансовой стоимости активов компании на конец рассматриваемого периода



1	2
<i>Fin_leverage</i>	Финансовый рычаг (леверидж). Описывает структуру капитала фирмы. Рассчитывается как отношение обязательств компании (сумма краткосрочного и долгосрочного долга) к размеру собственного капитала на конец рассматриваемого периода
<i>Age</i>	Возраст компании. Определяется как количество лет, прошедших с момента регистрации компании до соответствующего периода времени
<i>ROA</i>	Рентабельность активов компании. Характеризует способность компании генерировать прибыль, свидетельствует о качестве управления активами. Рассчитывается как отношение чистой прибыли, полученной компанией за период, к величине активов компании по балансу на конец рассматриваемого периода
<i>State_ownership</i>	Доля государственного участия в капитале компании. Определяется как доля обыкновенных акций, которая напрямую принадлежит государству
<i>Industry</i>	Набор дамми-переменных, описывающих принадлежность компании к отрасли осуществляемой деятельности. В качестве базовой выбрана переменная, соответствующая отрасли «Добывающая промышленность»
<i>Переменные, отражающие структурные характеристики советов директоров</i>	
<i>Board_size</i>	Размер совета директоров: количество членов на конец рассматриваемого периода
<i>Independent</i>	Доля независимых директоров в совете
<i>Women</i>	Доля женщин в совете директоров
<i>Foreign</i>	Доля иностранных директоров в совете
<i>Board_shares</i>	Доля участия членов совета директоров в капитале компании. Рассчитывается как доля обыкновенных акций, принадлежащих членам совета директоров
<i>State_directors</i>	Доля представителей государства в совете директоров
<i>Deputydir_chair</i>	Бинарная переменная, которая показывает, является ли заместитель генерального директора компании председателем ее совета директоров

Таблица 3 содержит информацию об описательных статистиках переменных, используемых для построения модели.

Таблица 3. Описательные статистики переменных

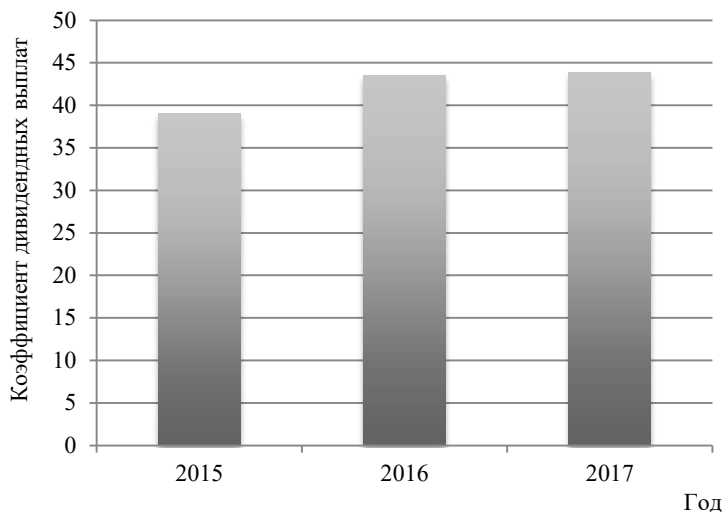
Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
<i>Dividend_payout</i>	0,421	0,266	0	0,980
<i>Company_size</i>	24,509	2,387	17,561	30,297
<i>Fin_leverage</i>	2,221	4,132	0,004	37,966
<i>Age</i>	18,291	6,074	3	27
<i>ROA</i>	0,094	0,179	0,006	1,499
<i>State_ownership</i>	0,444	0,361	0,020	1
<i>Board_size</i>	8,803	2,523	5	15
<i>Independent</i>	0,154	0,159	0	0,700
<i>Women</i>	0,122	0,146	0	0,800
<i>Foreign</i>	0,089	0,178	0	0,750
<i>Board_shares</i>	0,019	0,077	0	0,387
<i>State_directors</i>	0,253	0,158	0	0,750

В ходе анализа построены две модели: базовая и расширенная. В первой модели из рассмотрения исключаются такие параметры совета директоров, как доля независимых директоров, женщин и иностранцев. Подобная модификация обусловлена отсутствием однозначных выводов предыдущих эмпирических исследований о влиянии этих характеристик на размер выплачиваемых компанией дивидендов. Выводы могут значительно отличаться на данных разных стран и в зависимости от выбранной методологии исследования, поэтому было принято решение рассмотреть две спецификации модели для российских компаний с государственным участием — с учетом этих характеристик и без них.

Кроме того, построены дополнительные модели с делением основной выборки на две части: первая включает в себя компании с долей государственного участия менее 50%, вторая — компании с участием государства, равным или более 50%. Среди анализируемых российских акционерных обществ в 71 компании доля госучастия в капитале составляет 50%, а в 49 компаниях контрольным пакетом акций владеет государство. Построение двух вариантов моделей в зависимости от доли государственного участия обусловлено предположением о том, что структурные характеристики советов директоров и финансово-экономические показатели могут по-разному влиять на коэффициент дивидендных выплат в компаниях с различной долей государственной собственности.

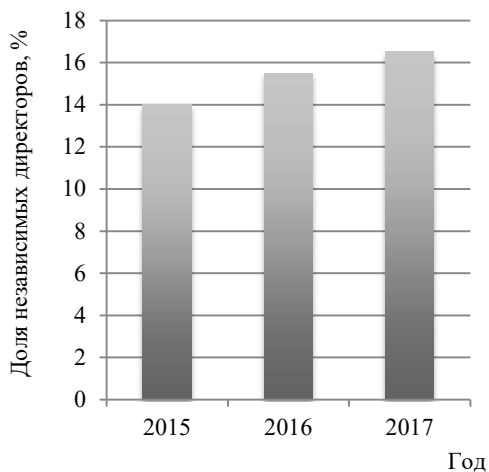
**Коэффициент дивидендных выплат и структурные характеристики советов директоров российских компаний с государственным участием.** Оценка коэффициента дивидендных выплат для рассматриваемых компаний показана на рис. 1.

Если в 2015 г. акционерные общества направляли на выплату дивидендов в среднем чуть меньше 40% чистой прибыли, то в 2016 г. — до 43,5%. Необходимо отметить, что в 2017 г. значение сохранилось примерно на уровне 2016 г. Одной из потенциальных причин увеличения коэффициента стала установленная государством в 2016 г. норма выплаты дивидендов российскими акционерными обществами с участием государства в размере не менее 50% чистой прибыли.

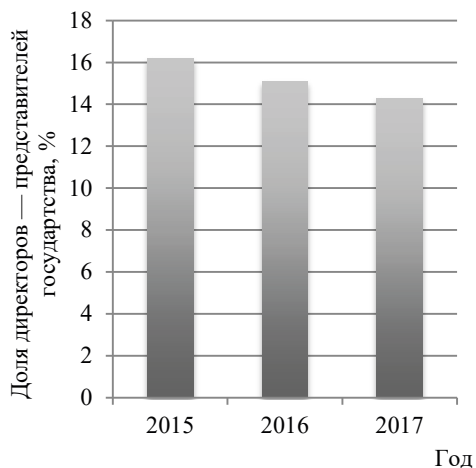


*Рис. 1. Коэффициент дивидендных выплат по обыкновенным акциям российских компаний с государственным участием, 2015–2017 гг.*

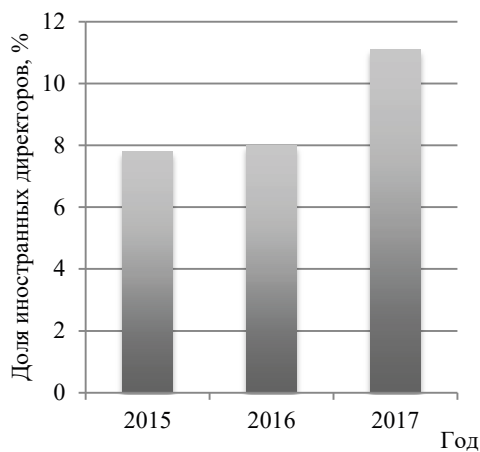
В течение рассматриваемого периода происходили структурные изменения в советах директоров анализируемых компаний, что отражено на рис. 2 а–г.



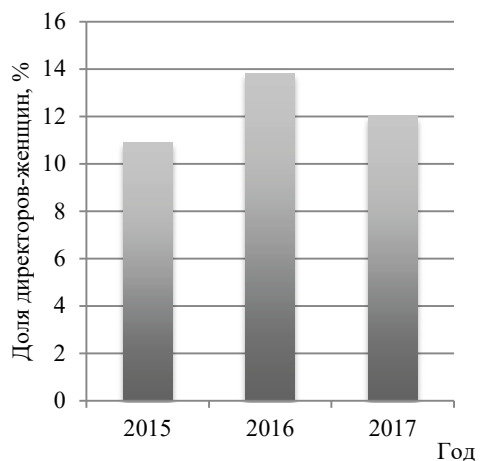
2а. Доля независимых директоров, %



2б. Доля директоров — представителей государства, %



2в. Доля иностранных директоров, %



2г. Доля директоров-женщин, %

Рис. 2. Структурные характеристики советов директоров российских компаний с государственным участием, 2015–2017 гг.

Как видно из рис. 2, в советах директоров российских акционерных обществ с государственным участием наблюдается рост доли независимых директоров: в 2015 г. она составляла около 14%, а к 2017 г. увеличилась до 16,5% (рис. 2а). В противоположном направлении изменялась доля государственных представителей в советах — в среднем она снижалась (рис. 2б).

Что касается иностранных директоров, то в 2016 г. их доля в советах российских компаний увеличилась на 0,5% по сравнению с предыдущим годом — с 7,5 до 8%. Однако в 2017 г. иностранные представители составляли в среднем 11% от общего числа директоров (рис. 2в). В 2015 г. доля женщин в советах была менее 11%, в 2016 г. возросла почти до 14%, а в 2017 г. снова снизилась до 12% (рис. 2г), что не позволяет делать выводы о векторе изменения доли женщин-директоров в составах советов.

Структурные характеристики советов директоров российских компаний с участием государства соответствуют имеющимся наблюдениям за практикой подобных компаний в других странах с развивающимися рынками. Доля представителей государства в советах уменьшается, а независимых и иностранных директоров — увеличивается. Следует подчеркнуть, что выводы сделаны на основе данных за короткий временной интервал, что не позволяет делать прогнозы для будущих периодов.

## ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Подводя итоги оценки и анализа результатов построения эконометрических моделей, можно утверждать, что не всегда наблюдается статистически значимая связь между структурными характеристиками советов директоров российских компаний с государственным участием и коэффициентом дивидендных выплат. Аналогичный вывод может быть сформулирован и в отношении связи между финансово-экономическими показателями компании и долей чистой прибыли, распределяемой в виде дивидендов по обыкновенным акциям.

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 4. Приведены оценки для базового и расширенного вариантов модели, при построении которых была использована вся выборка, а также результаты регрессии для моделей, основанных на делении основной выборки на две части. В подвыборку 1 включены компании, в которых доля государственного участия составляет менее 50%. Подвыборка 2 содержит информацию об акционерных обществах с участием государства, равным или более 50%.

Таблица 4. Результаты регрессионного анализа. Модель с фиксированными эффектами (зависимая переменная — *Dividend\_payout*)

Независимая переменная	Вся выборка		Подвыборка 1	Подвыборка 2
	Базовая модель	Расширенная модель		
1	2	3	4	5
<i>Company_size</i>	0,0165* (0,09)	0,0178 (0,08)	0,0108 (0,08)	0,0181 (0,07)

1	2	3	4	5
<i>Fin_leverage</i>	-0,0217* (0,02)	-0,0215* (0,02)	-0,0335** (0,02)	-0,0061** (0,03)
<i>Age</i>	0,0198*** (0,17)	0,0273*** (0,16)	0,0221*** (0,19)	0,0324*** (0,17)
<i>ROA</i>	-0,0114** (0,06)	-0,0127** (0,06)	-0,0497* (0,07)	-0,0685** (0,05)
<i>State_ownership</i>	0,0751 (0,09)	0,0388 (0,08)	-0,0431 (0,10)	0,0532* (0,07)
<i>Board_size</i>	-0,0483** (0,04)	-0,0251** (0,07)	-0,0444** (0,05)	-0,0691** (0,06)
<i>Board_shares</i>	-0,1453 (0,16)	-0,1479 (0,17)	-0,1476 (0,19)	-0,1105 (0,15)
<i>State_directors</i>	-0,0231* (0,19)	-0,0235* (0,22)	0,0325 (0,14)	-0,0448* (0,14)
<i>Independent</i>		0,0892** (0,15)	0,0887 (0,15)	0,0754* (0,15)
<i>Women</i>		0,0027 (0,05)	0,0662* (0,07)	0,0505 (0,09)
<i>Foreign</i>		0,0553 (0,07)	-0,0435 (0,08)	-0,0679 (0,08)
<i>cons</i>	0,1274 (0,14)	0,1396 (0,16)	0,1471 (0,11)	0,1353 (0,14)
<i>N</i>	360	360	213	147
<i>R<sup>2</sup> overall</i>	0,1357	0,1323	0,1792	0,1755
<i>R<sup>2</sup> within</i>	0,1628	0,1921	0,1522	0,1413

Примечания: 1) в скобках указаны стандартные ошибки; 2) \* —  $p < 0,10$ ; \*\* —  $p < 0,05$ ; \*\*\* —  $p < 0,01$ .



В результате проведенного тестирования для оценки соответствия модели рассматриваемым данным в качестве наилучшей была выбрана модель с фиксированными эффектами. Кроме того, во внимание принимались экономическая логика и опыт ранее проведенных исследований [Теплова, Зальцман, 2015; Березинец, Ильина, Смирнов, 2016; Амбардншвили и др., 2017]. Предположительно, ненаблюдаемые характеристики фирм постоянны во времени, но могут коррелировать друг с другом, что является отличительной чертой модели с фиксированными эффектами. Перейдем к интерпретации полученных результатов.

Не все рассмотренные структурные характеристики советов директоров и финансово-экономические показатели российских акционерных обществ имеют статистически значимую связь с коэффициентом дивидендных выплат. Например, коэффициент переменной, определяющей долю участия членов совета в капитале компании с государственным участием, оказался незначимым в обоих вариантах моделей. По результатам оценки, коэффициенты перед переменными, соответствующими доле женщин и доле иностранцев в совете директоров, в расширенном варианте модели также незначимы. Размер компании с государственным участием значим только в базовой модели. Можно заключить, что размер компании в среднем положительно связан с коэффициентом дивидендных выплат. Коэффициент переменной, характеризующий долю государственного участия, незначим в обеих моделях, что не позволяет делать выводы о характере связи между данным показателем и склонностью компании к дивидендным выплатам.

В результате оценки было выяснено, что доля представителей государства в совете директоров компаний отрицательно связана с коэффициентом дивидендных выплат. Поиск причины подобного результата кажется нетривиальным. Возможно, это связано с тем, что доля государственных представителей обычно выше в крупных компаниях со значительной долей государственного участия. Многие из таких компаний в последние годы не соблюдают установленное требование о размере дивидендных выплат<sup>6</sup>, ссылаясь на участие в масштабных инвестиционных проектах. Предположительно, этим и может объясняться полученный результат. Важно отметить, что государственные структуры, определяя требуемый коэффициент дивидендных выплат, также могут рекомендовать или регламентировать число голосов представителей государства в совете директоров. При значительной доле государства в собственности компании вероятность принятия решений, соответствующих интересам и требованиям государства, будет высокой. Это связано со значительным числом голосов, принадлежащих государственным структурам, при принятии решений в совете директоров.

Обнаружена отрицательная связь между размером советов директоров российских компаний с госучастием и коэффициентом дивидендных выплат. Подобный вывод согласуется с результатами ранее проведенных эмпирических исследова-

---

<sup>6</sup> См.: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/09/12/811152-minfin-chistoi>

дований на основе данных по зарубежным компаниям, в том числе действующих на развивающихся рынках [Abdullah, 2014]. Некоторые авторы, получившие аналогичный результат, объясняют его тем, что малые по размеру команды более эффективно взаимодействуют друг с другом в силу социальных и психологических особенностей. Небольшой размер совета директоров, предположительно, помогает его членам налаживать более продуктивное сотрудничество и действовать в интересах акционеров [Florackis, Kanas, Kostakis, 2015].

Доля независимых директоров в совете имеет положительную связь с коэффициентом дивидендных выплат в российских компаниях с государственным участием. К такому выводу пришли авторы ряда эмпирических работ, анализировавшие влияние структурных характеристик совета директоров на склонность российских компаний к выплате дивидендов. Возможное объяснение полученного результата может состоять в том, что независимые директора с большей вероятностью будут принимать решения в пользу акционеров в силу отсутствия у них личной заинтересованности (см., напр.: [Теплова, Зальцман, 2015; Березинец, Ильина, Смирнов, 2016; Амбарднишвили и др., 2017]). Присутствие независимых директоров можно объяснить и вниманием к реформированию системы корпоративного управления, в частности советов директоров, их приближению к мировым стандартам и трендам корпоративного управления.

Проведенное исследование позволяет сделать вывод об отрицательном характере связи между значением финансового рычага и коэффициентом дивидендных выплат. Увеличение отношения заемного капитала к собственному может свидетельствовать о снижении устойчивости компании и роста финансового риска. Растущая финансовая нестабильность способна послужить причиной снижения склонности к выплате дивидендов акционерам.

Возраст компании и коэффициент дивидендных выплат имеют положительную связь в случае российских акционерных обществ с государственным участием. Полученный результат соответствует выводам ряда работ, в том числе и исследования, посвященного анализу влияния совета директоров на дивидендную политику российских компаний с долей государственного участия [Амбарднишвили и др., 2017]. Таким образом, более зрелые акционерные общества склонны выплачивать большую долю чистой прибыли в виде дивидендов по обыкновенным акциям [Теплова, Зальцман, 2015].

Выводы о связи между размером компании с государственным участием, который в исследовании определялся как натуральный логарифм балансовой стоимости активов, и коэффициентом дивидендных выплат неоднозначны. С одной стороны, наблюдается статистически значимая положительная связь между упомянутыми переменными в базовой спецификации модели. С другой стороны, в расширенном варианте модели связь оказалась статистически незначимой.

Интерес представляет вывод о наличии отрицательной связи между значением коэффициента рентабельности активов и долей чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов по обыкновенным акциям. Подобный парадоксальный

результат получен в [Амбардншвили и др., 2017]. Возможно, такой характер связи объясняется тем, что в анализируемых компаниях при принятии дивидендных решений руководствуются не рентабельностью активов, а иными показателями, характеризующими результативность. Причиной может служить ненадежность показателя рентабельности активов как меры эффективности их использования [Амбардншвили и др., 2017]. Часть активов, находящихся на балансе компании, может оказаться неиспользуемой, поэтому значение коэффициента не будет соответствовать реальной ситуации. Кроме того, риск учета балансовой стоимости активов при нахождении показателя заключается в их обесценении или неверной переоценке. В таком случае балансовая стоимость имеющихся у компании активов будет отличаться от их реальной стоимости. Для устранения данной проблемы в дальнейшем можно рассмотреть другие показатели результативности, например коэффициент рентабельности собственного капитала.

Перейдем к интерпретации результатов оценки моделей с делением основной выборки на две части с учетом доли государственной собственности. Для компаний, где государство владеет более 50% акций, сохраняется отрицательная связь между долей представителей государства в совете директоров и коэффициентом дивидендных выплат. Одной из причин этого может являться склонность государственных компаний действовать в долгосрочной перспективе, инвестируя в различные проекты и повышая стоимость компании. Выплата дивидендов может восприниматься как увеличение текущих доходов акционеров и уменьшение потенциальных выгод в будущем. Следует отметить, что для компаний, меньшая часть акций которых принадлежит государству, связь между долей государственных представителей в совете директоров и коэффициентом дивидендных выплат отсутствует.

В моделях, построенных на двух подвыборках, сохраняется статистически значимая связь между коэффициентом дивидендных выплат и возрастом компании, коэффициентом рентабельности активов, финансовым рычагом, а также размером совета директоров. Можно заключить, что связь упомянутых переменных и склонности компании с долей государственного участия к осуществлению дивидендных выплат не зависит от доли госучастия в капитале компании.

Статистически значимая связь между долей чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, и долей независимых директоров в совете сохраняется только для компаний с государственным участием, равным или более 50%. Таким образом, в компаниях со значительной долей государственной собственности присутствие в совете независимых директоров оказывает положительное влияние на склонность к дивидендным выплатам.

Обратная ситуация наблюдается при рассмотрении эффекта от присутствия женщин в совете директоров. Статистически значимая связь между долей директоров-женщин и коэффициентом дивидендных выплат обнаружена для компаний с долей государственного участия меньше 50%. Российские акционерные общества, менее половины капитала которых принадлежит государству, в сред-

нем проявляют большую склонность к выплате дивидендов в случае присутствия женщин в совете директоров.

В результате оценки регрессионных моделей на основании двух подвыборок компаний в зависимости от участия государства в их капитале было выяснено, что связь большинства финансово-экономических характеристик и коэффициента дивидендных выплат остается неизменной по сравнению с моделями, построенными с использованием всей выборки. Иначе говоря, связь данных характеристик и склонности российских компаний к дивидендным выплатам в среднем проявляется одинаково вне зависимости от доли государственного участия в капитале.

При обосновании полученных выводов важно также учесть, что в российской практике существует ряд регламентов и рекомендаций, определяющих долю прибыли, направляемой на выплату дивидендов, а также степень участия представителей государства при принятии стратегических решений. Выплачивая дивиденды, независимые компании дают положительный сигнал рынку о своей устойчивости, в то время как для компаний с государственным участием выплата дивидендов носит обязательный характер. Но в любом случае выплата дивидендов свидетельствует о степени развитости рынка и возвратности вложенного инвесторами капитала.

Необходимо отметить, что на дивидендную политику компаний с государственным участием оказывает влияние выбранная стратегия компании. Одни компании могут соблюдать минимальный уровень дивидендных выплат с целью финансирования крупных инвестиционных проектов и поддержания стабильности финансовых показателей. Другие поддерживают высокий коэффициент дивидендных выплат, стремясь использовать этот инструмент для создания положительной корпоративной репутации среди своих акционеров. В то же время наблюдаются различные виды связи между структурными характеристиками совета директоров и коэффициентом дивидендных выплат с учетом доли государственного участия. Это было подтверждено на примере влияния доли независимых директоров и доли женщин в совете, когда для выборки компаний с долей государственного участия меньше 50% статистически значимая связь сохранялась, а для компаний с долей участия государства более 50% такая взаимосвязь не была доказана.

## **ВЫВОДЫ**

Данная работа посвящена анализу дивидендной политики российских компаний с государственным участием в период с 2015 по 2017 г. В частности, ее целью стало исследование влияния структурных характеристик советов директоров и финансово-экономических показателей акционерных обществ на коэффициент дивидендных выплат, долю чистой прибыли, распределяемой в виде дивидендов по обыкновенным акциям.

В результате проведения регрессионного анализа гипотеза исследования о взаимосвязи характеристик советов директоров российских компаний, собственником которых выступает государство, и долей чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, подтвердилась частично. Обнаружена статистически значимая связь между некоторыми характеристиками совета директоров (размером органа корпоративного управления, долей женщин и долей независимых директоров в совете) и коэффициентом дивидендных выплат. Однако сложно делать однозначные выводы относительно причинно-следственной связи, т. е. не только о наличии корреляции, но и о влиянии характеристик на склонность компании к долей участия государства к выплате дивидендов.

Кроме того, выявлена устойчивая связь между некоторыми финансово-экономическими показателями государственных российских компаний (структурой капитала, возрастом, значением коэффициента рентабельности активов) и коэффициентом дивидендных выплат. Как и в случае с характеристиками советов директоров, следует говорить скорее о наличии связи, а не о влиянии на долю чистой прибыли, направляемой на дивидендные выплаты акционерам.

В дальнейших исследованиях возможно расширение списка характеристик совета директоров, которые могут оказывать влияние на дивидендные решения компании. Одной из них может стать возраст членов совета. Предположительно, связь между склонностью компании к выплате дивидендов и возрастом директоров в совете окажется нелинейной. С одной стороны, более зрелые директора, вероятнее всего, имеют значительный профессиональный опыт, что способствует принятию эффективных дивидендных решений, а с другой — могут действовать консервативно, что будет препятствовать проведению качественной дивидендной политики.

Необходимо отметить, что связанные с государственными структурами директора могут быть разделены на государственных представителей и профессиональных поверенных, что отвечает классификации зависимых директоров в советах российских компаний с государственным участием. Профессиональные поверенные не занимают должности на государственной службе, но в то же время являются проводниками государственных интересов в компаниях, голосуя по ряду вопросов на основании выданных им директив. С учетом особенностей этих групп можно рассмотреть влияние каждой из них на проводимую дивидендную политику. В рамках данного исследования такой классификации не проводилось, поскольку необходимая информация по многим компаниям оказалась недоступной.

Немаловажно рассмотреть и другой показатель, отражающий дивидендную политику российских компаний с госучастием. Вместо коэффициента дивидендных выплат целесообразно использовать, например, дивидендную доходность акций. Проведение анализа на большей по охвату выборке также может оказаться перспективным. Включение дополнительного количества компаний и расширение анализируемого временного периода позволит получить более достоверные

выводы относительно характера связи между исследуемыми параметрами и дивидендной политикой российских компаний.

Результаты проведенного исследования могут быть использованы для совершенствования политики, проводимой государством в области формирования советов директоров российских акционерных обществ с целью увеличения дохода, получаемого в виде дивидендных выплат. Собственники капитала могут руководствоваться сформулированными выводами при голосовании за кандидатов в члены советов директоров и таким образом осознанно воздействовать на дивидендную политику компаний с учетом собственных интересов и ожиданий.

Полученные в ходе данного исследования результаты полезны для решения проблемы несоответствия между законодательно установленной нормой дивидендных выплат и размером действительно выплачиваемых дивидендов. По ряду причин, например вследствие занятости в инвестиционных программах, российские компании с государственным участием нередко направляют на выплату дивидендов меньшую долю чистой прибыли, чем та, что установлена законодательно. Постоянное повышение норматива лишь обостряет данную проблему. Именно поэтому государству следует искать иные пути ее решения, в частности влиять на дивидендные выплаты посредством внесения изменений в составы советов директоров компаний.

#### Литература на русском языке

- Амбарднишвили Т. Г., Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Смирнов М. В. 2017. Совет директоров и дивидендная политика в российских компаниях с прямым государственным участием. *Корпоративные финансы* 11 (1): 50–77.
- Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Смирнов М. В. 2016. Советы директоров в российских АО с государственным участием. *Экономическая наука современной России* (2): 90–106.
- Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Черкасская А. Д. 2013. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ. *Вестник Санкт-Петербургского государственного университета. Менеджмент* (2): 3–52.
- Мереминская Е. 2016. ФАС признала государство главным врагом конкуренции. *Ведомости*. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/09/29/658959-goskompanii-kontroliruyut-ekonomiki> (дата обращения: 20.04.2019).
- Семернина Ю. В., Козлова А. С. 2016. Специфические особенности дивидендной политики российских компаний. *Управленец* 64 (6): 68–74.
- Сорокин Д. 2019. Российские госкомпании платят рекордные дивиденды. *TACC*. URL: <https://tass.ru/ekonomika/6539021> (дата обращения: 25.08.2019).
- Рыкова И. Н. (ред.). 2015. *Исследование дивидендных политик компаний с государственным участием: российский и зарубежный опыт. Научный доклад*. М.: Научно-исследовательский финансовый институт.
- Теплова Т. В., Зальцман А. А. 2015. Межстрановой сравнительный анализ практики дивидендных выплат: российский и зарубежный опыт. *Российский журнал менеджмента* 13 (2): 29–66.
- «Независимые иностранцы» в совете директоров российской компании. Их важность для IPO за рубежом. 2007. *Heidrick & Struggles International Inc.* London. URL: [http://farthingvine.co.uk/downloads/hs\\_ipo\\_report.pdf?phpMyAdmin=f36d9ee153bd84fc160bce820b517096](http://farthingvine.co.uk/downloads/hs_ipo_report.pdf?phpMyAdmin=f36d9ee153bd84fc160bce820b517096) (дата обращения: 11.04.2019).



Филатов А., Кузнецов М., Севастьянова О., Семенов А., Курмангазиев Ж., Джураев Э., Персод Н., Дьяченко Д. 2014. *Организация работы совета директоров: Практические рекомендации*. М.: Альпина Паблишер.

## References in Latin Alphabet

- Abdullah M. N. 2014. Relationship between ownership structure and dividend policy: Empirical evidence from Chittagong stock exchange. *Review of Contemporary Business Research* 4 (3): 14–34.
- Adams R., Ferreira D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94: 291–309.
- Aivazian V., Booth L., Cleary S. 2003. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research* 26: 371–387.
- Al-Kuwari D. 2012. Are large shareholders conducting influential monitoring in emerging markets? An investigation into the impact of large shareholders on dividend decisions: The case of Kuwait. *Research in World Economy* 3 (2): 52–67.
- Al-Najjar B., Kilincarslan E. 2016. The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance* 16 (1): 135–161.
- Belden S., Fister T., Knapp B. 2005. Dividends and directors: Do outsiders reduce agency costs? *Business and Society Review* 110 (2): 171–180.
- Bellini E., Ottaviano G. I. P., Pinelli D., Prarolo G. 2013. Cultural diversity and economic performance: Evidence from European regions. In: R. Crescenzi, M. Percoco (eds.). *Geography, Institutions and Regional Economic Performance. Advances in Spatial Science (The Regional Science Series)*. Berlin, Heidelberg: Springer; 121–141.
- Brealey R., Myers S., Allen F. 2016. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.
- Byoun S., Chang K., Kim Y. S. 2016. Does corporate board diversity affect corporate payout policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 45 (1): 48–101.
- Carter D. A., D'Souza F., Simkins B. J., Simpson W. G. 2010. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review* 18 (5): 396–414.
- Chen L., Lin C., Kim Y. 2011. Financial characteristics, corporate governance and the propensity to pay cash dividends of Chinese listed companies. *International Business and Management* 3 (1): 176–188.
- Elmagrhi M. H., Ntim C. G., Crossley R. M., Malagila J. K., Fosu S., Vu T. V. 2017. Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs. *International Journal of Accounting & Information Management* 25 (4): 459–483.
- Firth M., Gao J., Shen J., Zhang Y. 2016. Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance* 65: 91–107.
- Florackis C., Kanas A., Kostakis A. 2015. Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective. *European Journal of Operational Research* 241 (3): 783–795.
- Policy Brief on Corporate Governance of State-owned Enterprises in Asia*. OECD, 2010.
- Sharma V. 2011. Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance* 17: 1001–1015.
- Terjesen S., Couto E., Francisco M. P. 2016. Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance* 20 (3): 447–483.
- Wang Y., Jin P., Yang C. 2016. Relations between the professional backgrounds of independent directors in state-owned enterprises and corporate performance. *International Review of Economics and Finance* 42: 404–411.
- Yarram S. R., Dollery B. 2015. Corporate governance and financial policies: Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance* 41 (3): 267–285.

## Russian Language References Translated into English

- Ambardnishvili T. G., Berezinets I. V., Il'ina Iu. B., Smirnov M. V. 2017. Board of directors and dividend policy in Russian companies with direct state ownership. *Korporativnye Finansy* **11** (1): 50–77. (In Russian)
- Berezinets I. V., Il'ina Iu. B., Smirnov M. V. 2016. Boards of directors in Russian state-owned companies. *Ekonomicheskaja nauka sovremennoi Rossii* **2**: 90–106. (In Russian)
- Berezinets I. V., Il'ina Iu. B., Cherkasskaia A. D. 2013. Board structure and financial performance of Russian public companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo universiteta. Menedzhment* (2): 3–52. (In Russian)
- Mereminskaya E. 2016. FAS acknowledged the state as the main opponent of competition. *Vedomosti*. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/09/29/658959-goskompanii-kontroli-ruyut-ekonomiki> (accessed: 20.04.2019). (In Russian)
- Semernina Iu. V., Kozlova A. S. 2016. Special features of Russian companies' dividend policy. *Upravlenets* **64** (6): 68–74. (In Russian)
- Sorokin D. 2019. Russian companies with state participation pay the peak dividends. TASS. URL: <https://tass.ru/ekonomika/6539021> (accessed: 25.08.2019). (In Russian)
- Rykova I. N. (ed.). 2015. *The Study of Dividend Policies of Companies with State Participation: Russian and Foreign Experience: Scientific Report*. Moscow: Nauchno-issledovatel'skij finansovyy institut.
- Teplova T. V., Zal'tsman A. A. 2015. Cross-country comparative analysis of dividend practice: evidence from Russian and foreign markets. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta* **13** (2): 29–66. (In Russian)
- «Independent foreigners» on the Board of Directors of a Russian company. 2007. *Heidrick & Struggles*. URL: [http://farthingvine.co.uk/downloads/hs\\_ipo\\_report.pdf?phpMyAdmin=f36d9ee153bd84fc160bce820b517096](http://farthingvine.co.uk/downloads/hs_ipo_report.pdf?phpMyAdmin=f36d9ee153bd84fc160bce820b517096) (accessed: 11.04.2019). (In Russian)
- Filatov A., Kuznetsov M., Sevast'ianova O., Semenov A., Kurmangaziev Zh., Dzhuraev E., Persod N., D'iachenko D. 2014. *The work organization of the Board of Directors: practical recommendations*. Moscow: Al'pina Publisher. (In Russian)

Статья поступила в редакцию 23 июня 2019 г.

Статья рекомендована в печать 6 марта 2020 г.

### Контактная информация

Назарова Варвара Вадимовна — канд. экон. наук; nvarvara@list.ru

Емельянова Екатерина Олеговна — магистр; eml.ekaterina@gmail.com

---

## DIVIDEND POLICY OF RUSSIAN COMPANIES WITH STATE PARTICIPATION: INFLUENCE OF THE BOARD OF DIRECTORS

V. V. Nazarova, E. O. Emelyanova

National Research University Higher School of Economics, 16, ul. Soyuza Pechatnikov, St. Petersburg, 190121, Russian Federation

**For citation:** Nazarova V. V., Emelyanova E. O. 2020. Dividend policy of Russian companies with state participation: Influence of the board of directors. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management* **19** (1): 97–125. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2020.104>

The paper aims to explore the characteristics of the dividend policy of Russian companies with state participation and identify its determining factors. Dividend decisions made by the company

are largely dependent on the activities of the board of directors, the central corporate governance body, and the liaison between shareholders and managers. The topic is relevant due to the predominant share of companies with state participation in Russia's GDP. This explains the need to study the trends in their behavior in the field of the dividend policy. In addition, during the period from 2015 to 2017, a number of legislative changes were introduced, including an increase in the rate of dividend payments. Despite this legislative requirement, the established rate is not always observed in practice. This suggests that the board of directors may influence the dividends paid by the company even if there is a statute which regulates dividend payments. The study comprises an empirical analysis of the relationship between structural characteristics of the boards of directors, financial and economic indicators of the companies with state participation, and the dividend payout ratio. The paper analyzes activities of 120 Russian joint-stock companies over a period of three years, from 2015 to 2017. The main hypotheses of the study concerning the relationship between the characteristics of the company boards of directors with government participation and the dividend payout ratio were partially confirmed. A statistically significant relationship was found between some characteristics (the size of the board of directors, the share of women and the share of independent directors who sit on the board) and the dividend payout ratio. At the same time, it is difficult to draw unambiguous conclusions regarding a causal relationship, that is, to talk about the effect of the characteristics of the boards of directors on the propensity of state-owned companies to pay dividends. Also, the dividend policy of the companies with state participation is a source of budget revenue, which further emphasizes the relevance of the proposed study. It should be noted that the results obtained cannot be extended to the entire set of companies on the Russian market.

*Keywords:* dividend policy, board of directors, open joint-stock companies, state participation, dividend payout ratio.

Received: June 23, 2019

Accepted: March 6, 2020

#### Contact information

*Varvara V. Nazarova* — PhD; [nvarvara@list.ru](mailto:nvarvara@list.ru)

*Ekaterina O. Emelyanova* — [eml.ekaterina@gmail.com](mailto:eml.ekaterina@gmail.com)