**Санкт-Петербургский государственный университет**

**Драчевский Илья Сергеевич**

# Выпускная квалификационная работа

# Дивидендная политика российских компаний

Уровень образования:

Направление 38.06.01 «Экономика»

Основная образовательная программа МК.3026.2017 «Экономика»

Профиль 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

Научный руководитель:

Профессор, д. э. н.,

Ковалев Виталий Валерьевич

Рецензенты:

Профессор, д. э. н.,

Пятов Михаил Львович

к. э. н., главный специалист ПАО «Газпром»,

Игнатюк Александр Сергеевич

**Санкт-Петербург**

# 2020

**Оглавление**

[ВВЕДЕНИЕ 3](#_Toc41605883)

[ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ 8](#_Toc41605884)

[1.1. Теорема Модильяни-Миллера 8](#_Toc41605885)

[1.2. Теория Дж. Е. Волтера 11](#_Toc41605886)

[1.3. Теория Дж. Линтнера 13](#_Toc41605887)

[1.4. Теория Р. Литценбергера и К. Рамасвами 17](#_Toc41605888)

[ГЛАВА 2. НАПРАВЛЕНИЯ АНАЛИЗА ДИВИДЕНДОЙ ПОЛИТИКИ 22](#_Toc41605889)

[2.1. Дивидендная сигнализация 22](#_Toc41605890)

[2.2. Агентские проблемы и дивидендная политика 34](#_Toc41605891)

[2.3. Важность налогов для дивидендной политики 47](#_Toc41605892)

[2.4. Влияние жизненного цикла на дивидендную политику 54](#_Toc41605893)

[2.5. Тенденции в корпоративной дивидендной политике 64](#_Toc41605894)

[2.6. Культура и политический риск 71](#_Toc41605895)

[2.7. Исследования дивидендной политики в российских компаниях 74](#_Toc41605896)

[ЗАКЛЮЧЕНИЕ 84](#_Toc41605897)

[СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ: 90](#_Toc41605898)

# ВВЕДЕНИЕ

Актуальность данной проблемы. Сегодня глобальная экономика и быстрые технологические изменения создают серьезные проблемы для корпораций. Для решения этих проблем большинство обращаются к руководству корпораций, чтобы наметить путь к многообещающему экономическому будущему. Это высшая управленческая команда, основной задачей которой является приведение организации в соответствие с ее внешней средой, чтобы обеспечить выживание, прибыль и рост. Это высшая управленческая команда, которая отвечает за стратегию и результаты деятельности фирмы. Следовательно, по мере нарастания конкурентного давления и увеличения числа сбоев в бизнесе, отрасль все больше и больше интересуется процессами команды управления, которые приведут к успеху. Один из главных признаков надлежащего корпоративного управления компании - четко выстроенная дивидендная политика, которая учитывает интересы мажоритарных и миноритарных акционеров, потребность компании в сохранении и наращении конкурентной позиции на рынке.

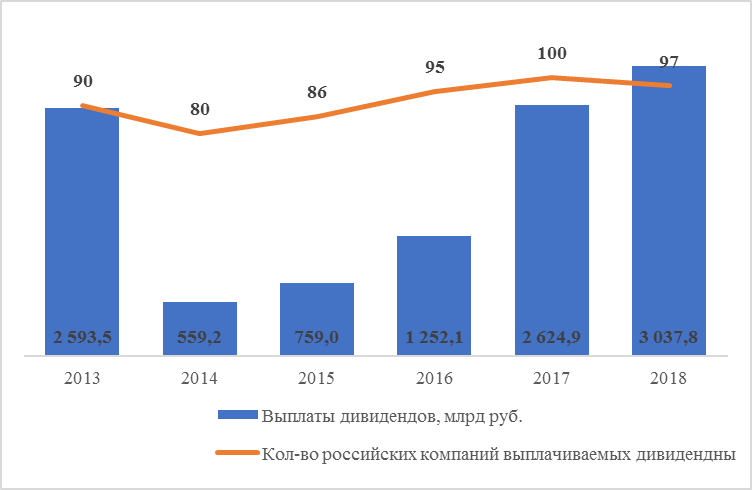
По налоговому законодательству РФ в статье 43 под дивидендами понимается «доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации.» [1]. Дивиденды — это вознаграждения, которые обычно распределяются между акционерами за время и риски, которые возникают при инвестировании в фирму [116]. Дивиденды могут быть описаны как доля единицы прибыли в компании, и они обычно выплачиваются акционерам [157]. Эти распределения, как правило, после налоговых и обязательных платежей в случае кредитора фирмы, и они показывают детали денежных активов [114]. Однако акционеры обычно не имеют права на получение этих дивидендов до тех пор, пока руководство компании не примет решение об объявлении дивидендов. Дивиденды можно в общих чертах классифицировать на два параметра:

* источник дивидендов;
* средство платежа.

Дивиденды в основном объявляются из капитала или прибыли. Выплата дивидендов на капитал применима только в особых обстоятельствах и часто требует строгих юридических требований. Средство выплаты дивидендов обычно наличными или путем капитализации акций. Когда денежные средства используются для выплаты дивидендов, такие дивиденды, как говорят, извлекают выгоду из ограниченного фонда, доступного фирме, и, следовательно, такие средства должны сравниваться с возможными альтернативными потребностями фирмы, которые могли бы быть более выгодными, перед принятием решения о выплате дивидендов [157].

Решение о выплате или невыплате дивидендов описывается термином «дивидендная политика». Бут Л. (Booth L.) и Клири В. С. (Cleary W. S.) [27] определяют дивидендную политику как хорошо спланированное решение руководства, которое включает определение процента прибыли, которая будет распределена, и части, которая будет сохранена для удовлетворения ее внутренних потребностей. Решения о дивидендной политике были определены как один из основных элементов политики корпоративных финансов [162]. Это правила и руководящие принципы, которые компания использует для принятия решения о выплате дивидендов акционерам [142]. Решения фирм о дивидендной политике являются основным элементом корпоративной политики. Таким образом, это является руководящим принципом для определения доли чистой прибыли компании после уплаты налогов остаточным акционерам в качестве дивидендов в течение определенного финансового года. Целью дивидендной политики является максимизация благосостояния акционеров, которая зависит как от текущих дивидендов, так и от прироста капитала [143]. Оптимальная дивидендная политика — это политика, которая максимизирует стоимость акций компании; это приводит к максимизации благосостояния акционеров и тем самым обеспечивает быстрый экономический рост [150]. Дивидендная политика – основа изучения закономерностей в корпоративных финансах. На протяжение десятилетий многие ученые-финансисты в качестве объекта исследования выбирают дивиденды, как один из важных факторов определения инвестиционной привлекательности акций компании. На международных фондовых рынках широко распространены так называемые «дивидендные стратегии». В рамках дивидендных стратегий потенциальные инвесторы делают ставку на выплату дивидендов со стороны компании.

В связи с тем, что фондовым рынкам характерна нестабильность, эффективность дивидендных стратегий находится под вопросом. До недавнего времени международные компании на развитых рынках, таких как, США и Великобритания, стремились из года в год повышать коэффициент дивидендных выплат. Российские компании в рамках западных стандартов, следовали установленной тенденции с временным лагом.



***Рис. 1. Динамика выплат дивидендов российскими компаниями за 2013 – 2018 гг.***

***Источник: [23]***

За последние 5 лет средний темп роста дивидендных выплат российскими компаниями составил 23,7%. В последнее время из-за падения котировок акций компаний сырьевой отрасли, вопрос о дивидендной политике становится более чем актуальным. Сырьевые компании традиционно считаются крупными плательщиками дивидендов, которым посвящено значительное количество публикаций в научных изданиях.

Так как изменение дивидендных выплат может существенно оказывать влияние на рыночную стоимость акций, инвесторы заинтересованы в максимально точном предсказании будущих дивидендных решениях. Для улучшения качества прогноза целесообразно использовать не только объявляемые менеджментом ориентиры в выборе дивидендной политики, но и различные характеристики компании, включая ее финансовые показатели и структуру акционерного капитала.

Степень разработанности проблемы. В экономической теории существует различное множество литературы, посвященные дивидендным выплатам компаний. Все они многократно подвергались эмпирическому и эконометрическому тестированию на развитых рынках, в результате которых были подтверждены либо опровергнуты. Иными словами, вопрос о том, что именно движет менеджерами компании при принятии решения о факте выплаты дивидендов и о размере дивидендов, остается открытым. Так, например, в 1961 г. была опубликована работа Мертона Миллера (M. Miller) и Франко Модильяни (F. Modigliani) [131]. Результатом данной работы стало то, что дивидендная политика является нерелевантной по отношению к стоимости компании. Другие склонны к тому, что взаимосвязь между дивидендными выплатами и стоимостью компании существует [Дж. Линтнер (J. Lintner) – 1956 г., Б. Грэхэм (B. Graham) и Д. Додд (D. Dodd) – 1951 г., Р. Литценбергер (R. Litzenberger) и К. Рамасвами (K. Ramaswamy) – 1982 г.]. В рамках агентской теории дивидендная политика компаний рассматривается как инструмент снижения агентских издержек [Ф. Истербрук (F. Easterbrook) 1984 г.; М. Йенсен (М. Jensen) 1986 г.]. В условиях неопределенности дивиденды создают «информационное поле». Когда корпорация берет курс на долгосрочную стабилизацию дивидендов, стремясь достичь установленного нормативного коэффициента дивидендных выплат, инвесторы воспринимают это как изменение взглядов управляющих на перспективы получения будущих прибылей. В 1985 г. М. Х. Миллер (M. H. Miller) и К. Рок (K. Rock) доказали, что объявленные дивиденды действительно передают информацию о вероятной будущей прибыли фирмы, хотя они делают это только косвенно и не должны представлять собой продуманную политику менеджеров фирмы, чтобы сообщать о своих взглядах на будущие перспективы.

Теория дивидендов жизненного цикла фирмы основана на представлении о том, что по мере развития фирмы ее способность генерировать денежные средства превосходит ее способность находить выгодные инвестиционные возможности. В конце концов, оптимальный выбор для фирмы - распределить свой свободный денежный поток среди акционеров в форме дивидендов. Данной теории посвящены работы [Е. Фама (Е. Fama) и К. Френча (K. French) 2002 г.; Д. Дж. Денис (D. J. Denis) и И. Особов (I. Osobov) 2008 г. и другие].

Все исследования базировались на данных развитых фондовых рынков. Для наиболее полного описания влияние дивидендной политики целесообразно проводить соответствующие исследования в каждой стране, в частности, это касается развивающихся рынков, работы по которым чаще всего рассматривают лишь некоторые аспекты дивидендных решений и не являются столь же проработанными, как исследования по развитым рынкам.

В российской литературе влиянию дивидендной политике компаний посвящено небольшое количество работ. Это связано с особенностями российского фондового рынка, одна из которых заключается в том, что внутренний рынок достаточно молодой по сравнению с рынками США и Великобритании. Также надо отметить, что история дивидендных выплат приобрела заинтересованность в РФ с середины 2000-х годов. Изучением дивидендной политикой российских компаний занимались Федорова Е. А., Каменева Е. А., Репин Д. В., Семернина Ю. В., Ковалев Вит. В., Щербина Т. А., Алексеева Л. В., Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Тураев Х. Р., Теплова Т. В., Зальцман А. А., Анкундинов А. Б., Лебедев О. В., и др.

Объектом исследования являются теоретические направления изучения дивидендных политик на развитых и развивающихся рынках. Целью данной работы является исследование дивидендной политики российских компаний. В рамках данного исследования была поставлена задача:

1. анализ результатов сравнительных и международных исследований дивидендной политики;
2. анализ результатов работ по дивидендной политики российских компаний.

Для решения поставленных задач анализируется большой объем российских и зарубежных исследований, посвященных изучению дивидендной политики компаний и факторам корпоративного управления. На основе результатов изученных работ выявляются: (1) основные факторы, влияющие на дивидендную политику; (2) взаимосвязь между дивидендной политикой и стоимостью компании; (3) особенности дивидендной политики российских компаний.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

## Теорема Модильяни-Миллера

Так, в 1961 году выходит статья М. Миллера и Ф. Модильяни (далее М-М) [131]. В статье рассматривается вопрос влияния дивидендной политики на стоимость акции компании в условиях совершенного рынка капитала, рационального поведения инвесторов и полной определенности инвестиционной политики. Есть несколько сторон, заинтересованных в дивидендных выплатах: руководство компании, инвесторы и аналитики фондовых рынков. В качестве условий совершенного рынка капитала были приняты следующие фундаментальные допущения: «(1) отсутствие брокерских комиссионных и трансакционных издержек при купле-продаже ценных бумаг; (2) субъекты фондового рынка не оказывают существенного влияния на рыночные цены; (3) отсутствие налоговой разницы на нераспределенную прибыль или на дивиденды; каждый инвестор обладает полной информацией о будущих инвестиционных проектах, застрахован от риска» [131, с. 412].

М-М начинают со стандартной модели дисконтирования дивидендов, согласно которой текущая цена акции равна , где:

* Div1 – дивиденды будущего периода 1;
* P1 – цена акции будущего периода 1;
* r – ставка дисконтирования.

Временной горизонт акции бесконечен. Обыкновенные акции не стареют. Если убрать такие бедствия для корпораций, как: банкротства и поглощения, они вечны. Следовательно, если временной горизонт акции не ограничен, то текущая цена акции представляет текущую стоимость будущего потока дивидендов за период t при постоянной ставке дисконтирования:

Если данное выражение представить через текущую стоимость фирмы, тогда приведенная стоимость равна:

, где:

* V0 – текущая стоимость компании;
* V1 – будущая стоимость компании в период 1;
* n0 – количество выпущенных акций на начало периода;
* m1 – количество проданных акций в период 1;
* ;
* P1 – цена акции будущего периода;
* r – ставка дисконтирования;

Данная форма записи позволяет сформировать ряд интуитивных выводов. Текущая стоимость компании зависит от:

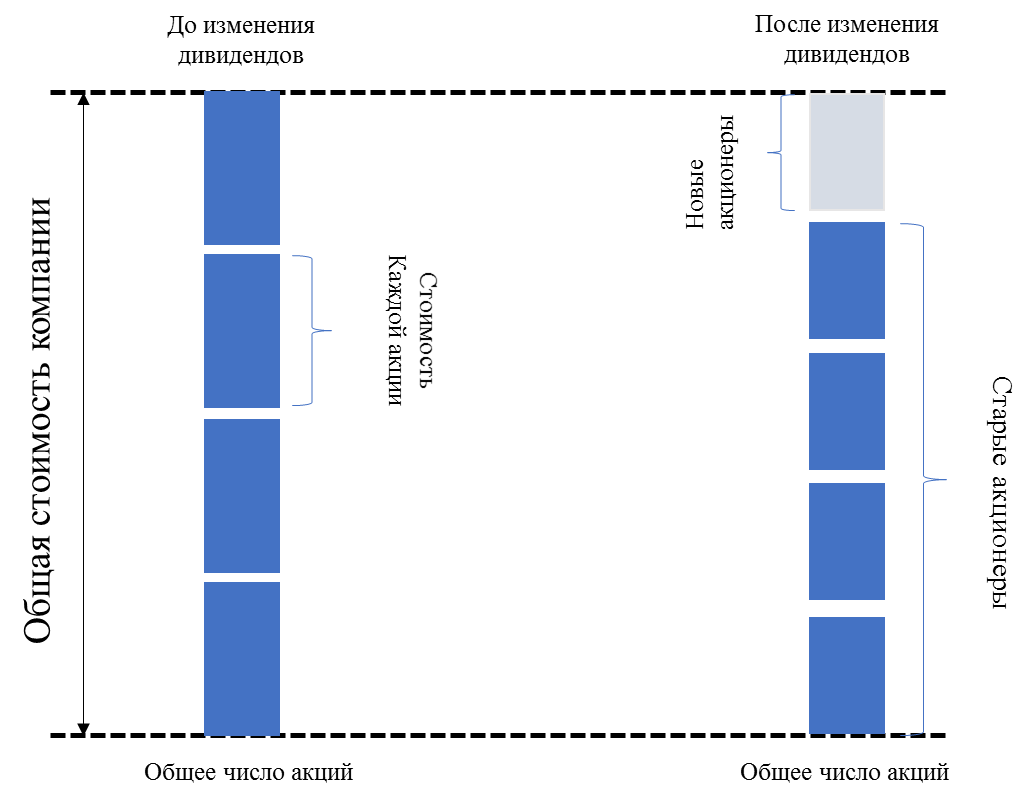
1. Дивидендов текущего периода, которые служат каналом формирования информации для инвесторов о будущих дивидендных выплатах;
2. Будущей рыночной стоимости, которая зависит от будущих дивидендов;
3. Стоимости новых акций, проданных инвесторам за период для привлечения капитала.

Тем не менее, M-M указало, что дивиденды не являются фундаментальным фактором, определяющим стоимость компании, то есть денежный поток, генерируемый в результате деятельности фирмы. Как напомнил M-M, источники денежных средств должны равняться использованию денежных средств, а использование включает не только выплаченные дивиденды, существующим акционерам, но и новые инвестиции . M-M затем определил денежный поток от операционной деятельности как денежную выручку фирмы от выручки за вычетом расходов. Последний пункт в их уравнении — это доходы фирмы от новых выпусков акций , где - количество выпущенных новых акций. Таким образом, M-M определило то, что называется потоком денежных средств от операций, потоком денежных средств от финансирования и потоком денежных средств от инвестиций.

Авторы статьи сделали вывод, что чем больше дивидендные выплаты в период, тем больше необходимо собрать капитала из внешних источников, чтобы поддержать инвестиции на определенном уровне (рис. 2). Преобразуя многочлен через мы получаем, что текущая стоимость не зависит от дивидендов:

.

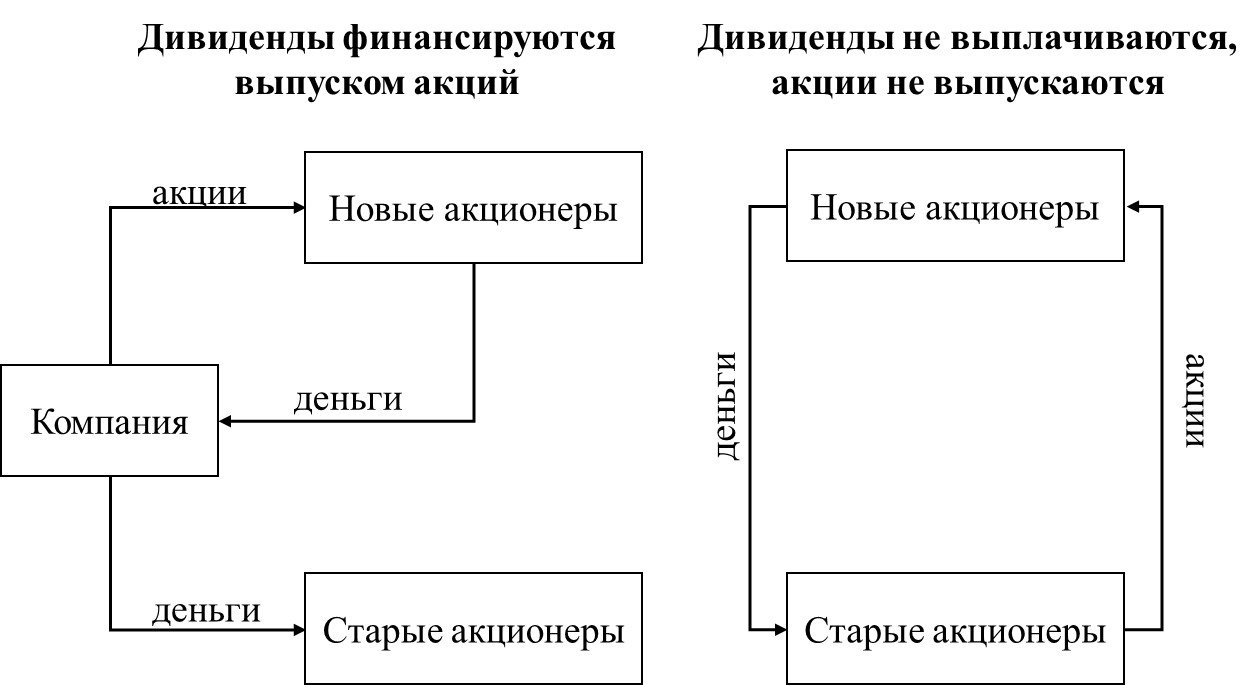
Таким образом, M-M утверждало, что дивиденды не были фундаментальным фактором, определяющим стоимость, а вместо этого являлись ожидаемым свободным денежным потоком фирмы. «При данной инвестиционной политике компаний повышение ее дивидендных выплат неизбежно ведет к снижению конечной стоимости обращающихся акций, поскольку часть будущего дивидендного потока, которая должна была бы перейти в стоимость этих акций, теперь используется для привлечения внешнего капитала, из которой фактически и будут выплачиваться эти повышенные дивиденды» [131, с. 420].



***Рис. 2. Перемещение стоимости компании до изменения дивидендов и после.***

***Источник: [55, С. 414]***

На рис. 2. показано, как компания привлекает деньги посредством продажи новых акций. Стоимость, переходящая к новым акционерам, равна сумме выплаченных дивидендов. Общая стоимость фирмы остается неизменной. Модель M-M прямо предполагает, что рынки совершенны и эффективны, поэтому ожидаемые будущие инвестиции и денежный поток не зависят от решения о дивидендах. В результате на и не влияет дивидендная политика, а дивиденд является остатком, отражающим волатильность годового свободного денежного потока; то есть изменчивость фактических значений свободного денежного потока передается акционерам. Когда свободный денежный поток будет положительным, фирма выплатит дивиденды; когда оно отрицательное, фирма выпускает акции, тем самым уменьшая стоимость, принадлежащую существующим акционерам, если они не будут вынуждены реинвестировать посредством предложения прав. В качестве альтернативы фирма может никогда не выплачивать дивиденды, а просто продавать акции или выкупать их по мере колебания свободного денежного потока, или занимать промежуточную позицию, выплачивая стабильные дивиденды, а также продавать или покупать акции по мере необходимости (рис. 3).



***Рис. 3. Способы привлечения денежных средств***

***Источник: [55, С. 414]***

На рис. 3. показано два способа привлечения денежных средств для первоначальных акционеров. В каждом варианте полученные старыми акционерами суммы уравновешиваются снижением причитающейся им стоимости. Если компания выплачивает дивиденды, каждая акция стоит дешевле, так как выпускается больше ценных бумаг относительно тех же активов компании. Если прежние акционеры продают часть своих акций, каждая акция стоит столько же, но у прежних акционеров остается меньше акций. В этом смысле модель M-M — это не модель денежного дивиденда фирмы, а совокупная выплата денежных средств за счет как денежных дивидендов, так и изменений в структуре ее акций.

## Теория Дж. Е. Волтера

Немногие последствия M-M для дивидендной политики поддерживаются даже случайным эмпиризмом, так что их результаты были спорными с самого начала и остаются таковыми сегодня. В 1956 г. в своей работе [104] Дж. Е. Волтер (J. E. Walter) основываясь на убеждении, что поведение фондового рынка подвержено рационализации, предпринял попытку создать теоретическую модель, которая отображает взаимосвязь между дивидендной политикой и общими ценами на акции. Автор провел анализ обыкновенных акций крупных государственных компаний из-за несовершенства рынка ценных бумаг малого и среднего бизнеса и тесной идентификации мелких компаний с их основными акционерами. Фундаментальная предпосылка работы: в течение более длительных периодов цены на акции отражают текущую стоимость ожидаемых дивидендов.

Разнообразие дивидендной политики часто рассматривается как одна из главных особенностей компаний. Рост акций обычно характеризуется низкими коэффициентами выплатами дивидендов. Понятие «акции роста» знакомо инвесторам и, как понимается, относится в общих чертах к обыкновенным акциям, которые имеют превосходные перспективы для долгосрочного роста и абстрагирования от искажений, вызванных краткосрочными спекуляциями. Исходя из этого, нераспределенная прибыль влияет на цены акций главным образом через их каналы влияния на будущие дивиденды. Тот факт, что некоторые акции могут иметь значительную рыночную стоимость, даже если в обозримом будущем ожидаются незначительные или нулевые дивиденды, не должен противоречить этой гипотезе. Нераспределенная прибыль незамедлительно реализуется акционером, по крайней мере частично, при условии, что будут найдены потенциальные инвесторы, которые готовы ждать и брать на себя необходимый риск.

В работе [104] выделяются основные характеристики «акций роста»: «низкие коэффициенты выплаты дивидендов, высокие рыночные мультипликаторы (то есть низкие показатели капитализации) и цены, которые растут во времени с относительной быстротой» [104, с. 31]. Низкие коэффициенты дивидендных выплат представляют собой признанную особенность «акций роста», так как предполагается, что акционеры получат больше выгоды от удержания прибыли, чем от распределения между акционерами. Главный критерий определения акций в категорию «роста» является предельная доходность. Доходность дополнительных инвестиций определяет величину будущих дивидендов, которые могут быть получены из данных сумм нераспределенной прибыли или внешнего финансирования. Ожидаемый уровень будущих дивидендов при дисконтировании по соответствующей ставке норме прибыли, в свою очередь, приводит к приведенной стоимости данной акции. Если норма прибыли на добавленные инвестиции достаточно велика, то из этого следует, что низкие коэффициенты дивидендных выплат могут увеличивать, а не уменьшать стоимость акций. Для доказательства предложенной гипотезы Дж. Е. Волтер предложил, что: (1) удержание прибыли является единственным источником дополнительных средств; (2) ставка рыночной капитализации и норма прибыли являются постоянными; (3) все приросты прибыли немедленно распределяются между акционерами. Если рассматривать поток будущих доходов как вечный (или, по крайней мере, на неопределенный срок), то текущая стоимость обыкновенных акций может быть выражена в математических терминах как

* D - денежные дивиденды,
* E - прибыль,
* - норма прибыли на дополнительные инвестиции,
* - ставка рыночной капитализации.

Уравнение, приведенное Дж. Е. Волтера показывает важность как коэффициента дивидендных выплат, так и отношения между и . Всякий раз, когда превышает , текущая стоимость будущих дивидендов, возникающих в результате удержания прибыли, превышает величину нераспределенной прибыли в долларах. «Чем ниже коэффициент дивидендных выплат, при таких обстоятельствах, тем выше стоимость акций роста» [104, с. 32].

## Теория Дж. Линтнера

В 1956 году выходит статья Дж. Линтнера [122], которая внесла огромный вклад в изучении дивидендной политики компаний, которая имеют непосредственное отношение к циклическим изменениям и долгосрочным тенденциям роста экономики. Был проведен финансовый анализ более 600 компаний, на основе которого были отобраны 28 для подробного анализа за период с 1947 по 1953 гг. Такая выборка необходима для того, чтобы охватить широкий спектр ситуаций, описанных в подробных интервью с ответственными лицами каждой компании. На основе проведенного анализа было установлено ряд фактов про дивидендные выплаты:

1. Почти в каждой компании главными факторами, определяющие дивидендные выплаты, являлись изменения в прибыли» [122, с. 100]. Уровень текущих доходов – это отправная точка при рассмотрении руководством вопроса о том, следует ли менять дивидендную политику корпорации. Доходы всегда были одним из основных факторов и в большинстве случаев доминировали при принятии решении о том, следует ли менять ставку дивидендных выплат.
2. Взаимосвязь между текущей прибылью и существующей ставкой дивидендов во многом является наиболее важным фактором, определяющий размер волатильности дивидендов, по которому принято решение.
3. Дивиденды должны корректироваться на некоторую долю разницы между выплатой за последний период и ставкой, которая будет рассчитана путем применения целевого коэффициента дивидендных выплат к текущим финансовым результатам. По данным проведенного анализа Дж. Линтнера «целевые показатели дивидендных выплат варьируются от 20 до 80 процентов, причем наиболее распространенным значением является 50 процентов» [122, с. 102].
4. Взаимосвязь между существующей ставкой распределения дивидендов в сторону акционеров и ставкой, которая представляет целевой ориентир является одним из более значимых факторов при принятии решений о выплате дивидендов.
5. Изменение размера выплаты дивидендов является прямым следствием долгосрочного и устойчивого изменения прибыли компании. Менеджеры стремятся сглаживать дивидендные платежи.
6. Менеджеры компании не всегда соглашаются на повышение дивидендных выплат, если существует риск возвращения их к прежнему уровню. Особенно они обеспокоены, чтобы не пришлось отменять объявленные повышение дивидендов.
7. Повышение налогов, имевшее место после окончания Второй мировой войны, не оказало существенного влияния на дивидендные выплаты компаний США.

Вышеперечисленные факты о принятии решений касательно дивидендных выплат были воплощены Дж. Линтнера в простой теоретической модели корпоративной финансовой политики, которая в дальнейшем была подвергнута статистическому тестированию. Логика модели основана на предпосылке о том, что размер текущих дивидендов зависит частично от текущей прибыли и частично – от величины дивидендов в предыдущем году:

,

где:

*Divt* – дивиденды текущего периода;

*а* – корректирующий коэффициент;

*EPSt* – чистая прибыль в расчете на акцию;

*T* – нормативный коэффициент дивидендных выплат;

*Divt-1* – дивиденды предыдущего периода.

В своей модели Дж. Линтнер использовал как чистую прибыль, так и прибыль до налогообложения. Денежный поток от дивидендов брался после вычета всех налогов. Результат для компаний США на основе разработанной модели получился следующим – коэффициент дивидендных выплат составил 60 процентов. Главное преимущество модели Линтнера – это ее простота и интуитивная понятность; эмпирический результат, полученных на основе опроса ответственных лиц анализируемых компаний. Главный недостаток: модель Линтнера исследует дивидендную политику в отрыве от инвестиционной политики компаний.

На основе проведенного эконометрического анализа на значимость созданной модели, было выявлено: (1) расчеты дивидендных выплат имеют высокую степень корреляции; (2) модель детерминирующих факторов корпоративных решений по дивидендам является корректной. Таким образом, автор в своей модели сделал важное, сущностное замечание – он впервые обратил внимание на необходимость бизнеса придерживаться преемственности в дивидендных выплатах. Последующий опыт эмпирических наблюдений на рынках позволяет дополнить положения его теории рядом причинно-следственных тезисов: (1) всевозможные резкие изменения размера дивиденда из года в год (как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения) не способствуют уточнению прогностической оценки будущих выплат и, тем самым, повышают риски участия акционеров в данной компании; (2) если потенциальный акционер имеет уверенность в более или менее стабильном денежном дивидендном потоке, у него сохраняется и высокая мотивация в отношении продолжения владения данным пакетом акций; (3) акционеры неохотно расстаются с такими акциями, что в свою очередь способствует росту курсовой стоимости данных бумаг. Именно поэтому, можно утверждать, что преемственная и прогнозируемая дивидендная политика наряду с другими факторами увеличивает и рыночную капитализацию компании. При всей своей логичности и ясности, нетрудно заметить, что ряд подобных тезисов имеют ярко выраженную поведенческую направленность, что затрудняет их верифицируемую математическую оценку. Кроме того, в модели Дж. Линтнера влияние дивидендов рассматривается не изолированно, а в совокупности с величиной прибыли компании, приходящейся на акцию.

Разработанный подход Дж. Линтнера был аналогом подхода М. Дж. Гордона (M. J. Gordon), который придерживался мнения важности дивидендной политики [91]. В своей работе предположил ограничения на внешнее финансирование, так что «уровень удержания корпорации подразумевает оценку уровня ее инвестиций» [91, с. 39]. Коэффициент дивидендных выплат зависел от доходности инвестиционных проектов компании: если доходность от инвестиций увеличивалась, дивидендные выплаты снижались, так как корпорации неохотно расставались с капиталом. Данный подход рассматривается как нормирование капитала (наличие финансовых ограничений), когда есть разрыв между стоимостью собственного и заемного капитала. Гордон выдвинул гипотезу, что корпорации, склонные к выплатам дивидендов, наименее подвержены риску, чем корпорации с политикой без возмещения дивидендов из-за меньших инвестиционных возможностей.

М. Дж. Гордон в своей работе [91] в 1959 г. сформулировал гипотезы, почему инвесторы склонны покупать акции компаний: (1) инвесторы покупают акции ради получения дивидендов и прироста капитала; (2) инвесторы покупают акции ради дивидендов; (3) инвесторы покупают акции ради прироста капитала. Данная статья критически оценивает гипотезы путем выведения соотношения между переменными, которые следуют из каждой гипотезы. В свое время Б. Грэхэм и Д. Додд заявляли, что цены на акции должны иметь определенное отношение к прибыли и дивидендам, но они не представляют и не приводят данных в поддержку обобщения. Чтобы проверить каждую из теорий, были получены данные о ценах, дивидендах и доходах по четырем отраслям США. На основе проведенных эконометрических тестов трех представленных гипотез о покупке акций инвесторами М. Дж. Гордон сделал ряд выводов:

1. На основе регрессионного уравнения гипотеза о том, что инвестор заинтересован как в дивидендах, так и в приросте стоимости оказалась концептуальна слабой. Это связано с тем, что акции покупаются за ожидаемый будущий доход, который обеспечивает ценная бумага. Этот доход может быть либо дивидендом, либо прибылью на акцию.
2. Среди событий, которые приведут к увеличению дивидендов компании: успешная торговля ее акционерным капиталом, увеличение прибыли от инвестиций и продажа дополнительных обыкновенных акций, когда норма прибыли, которую корпорация может получить, превышает ставку, по которой ее акции продаются.
3. Инвесторы заинтересованы в росте, а не в темпах роста, поскольку высокие темпы роста, начинающиеся с низкой начальной стоимости, окупятся в далеком будущем с большими скидками, и они не будут такими привлекательными, как более низкие темпы роста, начиная с более высоких первоначальных значений.
4. Если рост высоко ценится, то увеличение дивидендов с соответствующим сокращением нераспределенной прибыли не будет увеличивать стоимость акции так сильно, как при низком значении роста.
5. Текущие значения дивидендов и нераспределенной прибыли представляют интерес инвесторов для прогнозирования будущих доходов.

Дж. Линтнер и М. Дж. Гордон воспринимают дивидендную политику как консервативную, основанную на устойчивой прибыльности фирмы, и отмечают, что с изменением дивидендной политики связаны с затратами, как с точки зрения денежный потоков, так и с точки зрения предполагаемой реакции акционеров. Хотя полевые работы Дж. Линтнера были довольно примитивными в статистических методах и размере выборки, результаты отражаются в более поздних полевых работах. Основное понимание этих классических бумаг заключается в том, что дивидендная политика влияет на инвестиции и косвенно влияет на будущие денежные потоки.

В 2005 г. было проведено исследование [122] на основе опроса 384 ответственных лиц компаний для определения факторов, влияющих на дивидендную политику. Полученные результаты отражают результаты Дж. Линтнера, полученных 50 лет назад. Что касается дивидендной политики, то одно из ключевых выводов Дж. Линтнера остается в силе: дивидендная политика консервативна. С точки зрения руководства, консерватизм дивидендов проистекает главным образом из асимметричной реакции рынка на увеличение и уменьшение дивидендов. Поэтому «фирмы неохотно сокращают дивиденды, и текущий уровень дивидендных выплат принимается как данный» [53, c. 520]. Консерватизм дивидендов также затрагивает неплательщиков, которые не хотят инициировать дивиденды, потому что, как только они это сделают, они должны действовать в мире негибких плательщиков дивидендов. Было установлено, что поддержание уровня дивидендов находится на одном уровне с инвестиционными решениями, в то время как выкуп производится за счет остаточного денежного потока, отчищенных от инвестиционных расходов. С другой стороны, связь между дивидендами и доходами ослабла. Многие менеджеры предпочитают выкупать акции, потому что они рассматриваются как более гибкий инструмент, чем дивиденды, и их можно использовать для определения времени на рынке акций или для увеличения прибыли на акцию.

## Теория Р. Литценбергера и К. Рамасвами

Существовал значительный спор относительно влияния дивидендной доходности на доходность обыкновенных акций. Спор сосредотачивается на том, может ли положительная связь между доходностью обыкновенных акций и дивидендной доходностью, о которой сообщалось в ряде эмпирических исследований, быть полностью объяснена информационными эффектами.

М. Дж. Бреннан (M. J. Brennan) в 1970 г. был первым, кто разработал модель ценообразования активов после уплаты налогов. Модель была получена исходя из допущений о неограниченном заимствовании и кредитовании с безрисковой процентной ставкой и неограниченными короткими продажами. Дивиденды в долларах, выплачиваемые корпорациями, считались определенными и известными инвесторам. Полученное соотношение равновесия:

, где:

* - общая норма прибыли до налогообложения по активам ,
* и , - систематический риск и дивидендная доходность по активу i соответственно,
* - безрисковая процентная ставка.

Структурные параметры и в этом ценовом отношении не зависят от уровня дивидендной доходности. Параметр представляет собой средневзвешенное значение предельных налоговых ставок для инвесторов, причем весовые коэффициенты пропорциональны глобальным допустимым отклонениям риска для отдельных лиц. Таким образом, > 0, и поскольку по предположению индивиды не склонны к риску, > 0

Р. Литценбергер и К. Рамасвами расширили модель Бреннана (1970), чтобы учесть ограничения по заимствованиям, связанные с доходами. Данное ограничение – это ограничения процентных вычетов, которые отдельные лица могут использовать, на сумму дивидендного дохода. Те люди, для которых это ограничение является обязательным, найдут увеличение дивидендов желательным в том смысле, что такое увеличение служит для эффективного ослабления ограничения. Соотношение равновесия, полученное таким образом, определяется выражением:

*,* где:

* > 0 - премия за риск по нулевому бета-портфелю с дивидендной доходностью, равной безрисковой ставке, и отражает наличие маржинального ограничения.

«Модель подразумевает, что является положительным или отрицательным, в зависимости от того, является ли ограничение заимствования, связанное с доходом, необязательным или обязательным для всех лиц» [124, с. 171].

М. Миллер (M. Miller) и М. Скоулз (M. Scholes) в 1978 г. утверждают, что налоговый кодекс разрешает стратегии, которые позволяют полностью избежать подоходного налога на дивиденды. Достаточный финансовый леверидж портфеля акций может создать процентные расходы, которые можно использовать для полного возмещения дивидендного дохода. Они утверждают, что любой нежелательный риск с этой точки зрения может быть устранен путем покупки всего пакета ценных бумаг, которое содержит компонент отложенного налога. В этой модели проводится различие между инвесторами, которые, как предполагается, владеют всеми рисковыми активами и используют вышеупомянутую стратегию, и инвесторами, которые вообще не держат рискованные активы. Подразумевается, что эффективная предельная ставка налога, применяемая к дивидендному доходу, равна нулю и, следовательно, коэффициент дивидендной доходности равен нулю. Если инвестор, избегающий риска, вообще не владеет акциями, это должно быть в том случае, если для каждой акции ожидаемая ставка возврата капитала после уплаты налогов меньше, чем процентная ставка после налогообложения. Это следует из условий первого порядка для стандартной проблемы портфеля инвестора, оцененного в момент, когда все богатство инвестируется в безрисковый актив:

, где:

* - налоговая ставка до возврата налога на ценные бумаги ,
* - предельная налоговая ставка, применимая к доходу инвестора, к его первоначальному богатству его монотонно возрастающая и вогнутая функция полезности.

Если это условие не выполняется для каждого актива, для инвестора было бы оптимальным держать акции. Таким образом, даже если бы держатели портфелей могли излишне отложить налог на проценты по своим инвестициям на денежном рынке, предельная налоговая ставка инвесторов вступила бы в любое равновесное отношение.

Модель ценообразования активов при наличии ограничений на короткие продажи вместе со значительно упрощенной схемой налогообложения для физических лиц в различных, но постоянных предельных налоговых категориях была получена в работе Литценбергера и Рамасвами (1980). Смысл модели заключается в том, что различия в налоговых ставках при наличии ограничений на короткие продажи будут побуждать клиентов дивидендов к тенденции, когда физические лица с низкой (высокой) налоговой ставкой будут держать акции с высокой (низкой) дивидендной доходностью: ковариации между отдельными ценными бумагами и уровнем доходности определяют клиентуру, которая держит данную ценную бумагу. Для надлежащего подмножества всех акций, принадлежащих данной клиентуре инвесторов, соотношение равновесия указывает на то, что премия за риск до налогообложения на акции линейно связана с ее чувствительностью к рыночному риску (измеряемой относительно портфеля активов с оптимальным риском для клиентов) и дивидендом. Однако в разных группах коэффициент дивидендной доходности является убывающей функцией доходности. Таким образом, наличие ограничений на короткие продажи имеет тенденцию смягчать налоговые последствия изменения дивидендов, поскольку компания, которая пытается значительно сократить дивиденды, повлияет на клиентуру, владеющую акциями, и связанный с ней коэффициент дивидендной доходности увеличится.

В этой статье получена версия модели ценообразования активов (CAPM) после уплаты налогов. Модель расширяет версию CAPM Бреннана после уплаты налогов, чтобы включить ограничения, связанные с богатством и доходами, на заимствования, а также прогрессивную налоговую схему. Связанное с богатством ограничение на заимствование приводит к тому, что ожидаемая доходность портфеля с нулевым бета коэффициентом (с дивидендной доходностью, равной безрисковой ставке) превышает безрисковую процентную ставку. Ограничение, связанное с доходами, имеет тенденцию компенсировать влияние личных налогов на структуру равновесия цен на акции. Соотношение равновесия указывает на то, что ожидаемая доходность до уплаты налогов линейно связана с ее систематическим риском и дивидендной доходностью. Неограниченные корректировки предложения в корпоративных дивидендах приведут к версии CAPM до налогообложения в мире, где дивиденды и проценты облагаются налогом как обычный доход. Если связанные с доходом ограничения не являются обязательными или корпоративные предложения ограничены, налоговая декларация по ценным бумагам будет увеличиваться линейно в зависимости от ее дивидендной доходности.

В отличие от предыдущих тестов CAPM, в которых для исправления ошибки измерения в коэффициенте чувствительности к рыночному риску использовались группирующие или инструментальные переменные, в работе Р. Литценбергера и К. Рамасвами используется выборочная оценка дисперсии наблюдаемых бета коэффициентов для получения оценок максимального правдоподобия коэффициентов в проверенных отношениях. В отличие от предыдущих исследований влияния дивидендной доходности на цены активов, в которых среднемесячная доходность использовалась в качестве суррогата ожидаемой доходности как в месяцы без дивидендов, так и без дивидендов, ожидаемая дивидендная доходность, основанная на предварительной информации, используется для дивидендов предыдущих периодов.

Результаты показывают, что существует сильная положительная связь между ожидаемыми доходами после уплаты налогов и доходностью обыкновенных акций. Коэффициент переменной дивидендной доходности был положительным, меньше единицы и значительно отличался от нуля. Данные показывают, что на каждый доллар увеличиваются доходы в виде дивидендов, инвесторам требуются дополнительные 23 цента до уплаты налогов. Не было заметной тенденции в коэффициенте с течением времени. Был создан тест для определения того, будет ли эффект дивидендной доходности меняться в не дивидендные месяцы, и эта гипотеза была отвергнута. Действительно, данные указывают на то, что эффект выплаты дивидендов до ожидаемой налоговой прибыли является положительным как в месяце, предшествующем выплате дивидендов, так и в последующие месяцы, не связанные с дивидендом. Однако совокупный эффект в последующие месяцы без учета дивидендов значительно меньше, чем эффект в месяце без учета дивидендов.

По результатам проделанного анализа в экономической теории существует несколько противоположных точек зрения на дивидендную политику компаний. Одна группа исследователей утверждает, что дивидендные выплаты не оказывают влияния на стоимость компаний. К данной точке зрения относится работа Мертона Миллера и Франко Модильяни, написанная в 1961 г. Данная работа показывает, что дивидендная политика не имеет значения в совершенной экономике без налогов, операционных издержек и других проявлений несовершенства рынков. Вторая группа рассматривает дивиденды как инструмент увеличения стоимости компании. К данной группе можно отнести работы Дж. Линтнера, Б. Грэхэма и Д. Додда, которые утверждали, что «обдуманный и непоколебимый вердикт фондового рынка – полностью в пользу обильных дивидендов и против скупых дивидендов. Инвестор в обыкновенные акции должен учитывать это обстоятельство при оценке акций, которые предлагает купить.» [87]. Вера в значимость дивидендной политики характерна для деловых кругов и инвестиционных сообществ. Акционеры и консультанты по вопросам инвестиций неустанно склоняют казначеев компаний увеличивать размер дивидендов. Дивиденды – это заработная плата акционеров, а значит, снижение коэффициента дивидендных выплат ухудшает положение акционеров. Также есть сторонники теории отрицательного влияния дивидендов на стоимость акций компании. Представители данного направления обнаружили связь между высокой дивидендной доходностью и повышенными требованиями к общей доходности. Такие доказательства были представлены в работах Литценбергера и Рамасвами. Дж. Волтер в своей работе также пришел к выводу, что для акций роста характерна следующая тенденция: чем ниже коэффициент выплаты дивидендов, при таких обстоятельствах, тем выше стоимость акций роста.

# ГЛАВА 2. НАПРАВЛЕНИЯ АНАЛИЗА ДИВИДЕНДОЙ ПОЛИТИКИ

## 2.1. Дивидендная сигнализация

Информация обычно относится к той части доступных данных, которая полезна для конкретной цели. Согласно классической теории информации знание о мире выражается через вероятности возникновения различных состояний мира. Объявление дивидендов называется бессрочным сообщением, которое благодаря своему информационному содержанию меняет знание о мире от первоначального вероятностного распределения возможных состояний до пересмотренного апостериорного распределения.

Хотя M-M специально не включали в свою идеализированную модель информационную асимметрию, им было известно, что цены на акции реагируют на объявления дивидендов. М-М рассмотрели дивидендную политику как источник информации. В условиях неопределенности дивиденды создают «информационное поле». Когда корпорация берет курс на долгосрочную стабилизацию дивидендов, стремясь достичь установленного нормативного коэффициента дивидендных выплат, инвесторы воспринимают это как изменение взглядов управляющих на перспективы получения будущих прибылей. В работе М-М была выдвинута гипотеза, что изменение уровня дивидендов может служить толчком к изменению цен акций, хотя и не содержит реальных оснований для такого изменения, так как цены отражают реакцию на будущие доходы и возможности роста» [131, с. 430]. Наиболее широко цитируемыми моделями сигнализации являются модели, разработанные С. Бхаттачарьей (Bhattacharya S.) 1979 г., М. Х. Миллером и К. Роком 1985 г., Дж. Уильямсом (J. Williams) 1985 г.

В конце 1970-х гг., С. Бхаттачарья в своей работе [48, 49] выдвинул сигнальную теорию о дивидендных выплатах. Модель сигнализации предполагает, что внутренние инсайдеры раскрывают информацию, корректируя свои денежные дивиденды. Дивидендные выплаты считаются надежным сигналом для участников фондового рынка, поскольку они связаны с затратами, которые могут позволить компании определенного типа. Гипотеза работы С. Бхаттачарья заключается в том, что внешние инвесторы не обладают всей информационной картиной о деятельности компании, и что дивиденды, выплачиваемые в форме денежных средств, облагаются налогом по более высокой ставке, чем прирост капитала. В таких условиях дивиденды являются сигналом к ожидаемым денежным потокам. Статья [48] была основана на следующих допущениях: (1) оценка денежных потоков не учитывается без влияния рисков; (2) потребность инвесторов в максимизации своего богатства определяется длиной горизонта планирования. Существенный вклад данной работы заключается в том, что:

1. Была разработана модель с налоговыми затратами, основанная на наблюдении, что сигнальные равновесия возможны, даже если сигнальные элементы затрат, которые отрицательно связаны с будущими денежными потоками, малы, при условии, что существуют другие затраты в сигнальной теории, не связанные с фактическим уровнем денежного потока.
2. Была разработана модель, которая позволяет определить детерминанты, увеличивающие стоимость, и затраты, связанные с передачей сигналов от дивидендных выплат.

В работе М. Х. Миллера и К. Рока [130] показано, что при асимметричной информации и торговле акциями существует информационно-сигнальное равновесие, которое восстанавливает согласованность во времени инвестиционной политики, но в целом приводит к более низким уровням инвестиций, чем оптимально-достижимый уровень полной информации или отсутствие торговли. В случае изменения информационной асимметрии или возможности извлечения выгоды из нее можно устранить как временную несогласованность, так и неэффективность инвестиционной политики, но эти договорные положения также могут повлечь за собой непроизводительные затраты. Эффекты объявления дивидендов — это следствия базовой модели принятия решений. В мире рациональных ожиданий объявления о дивидендах компании предоставляют достаточно информации о финансово-хозяйственной деятельности и используют отчет для рынка, чтобы вывести ненаблюдаемую часть, то есть текущую прибыль компании. Оценка рынка текущих доходов, в свою очередь, вносит вклад в оценку ожидаемых будущих доходов, от которых в значительной степени зависит рыночная стоимость фирмы.

Плохая новость заключается в том, что цена учета информационной асимметрии и эффектов объявления дивидендов может быть утратой компанией известного критерия Фишера для оптимального инвестирования, а именно: инвестировать в реальные активы до тех пор, пока предельная внутренняя норма прибыли не будет равна соответствующему риску. В мире, где рынок принимает объявленные дивиденды как ключ к ненаблюдаемой прибыли, возникают соблазны взвинчивать цену, выплачивая больше дивидендов, чем ожидал рынок, даже если это означает сокращение инвестиций. Рынок, в конце концов, узнает правду, и цена, вероятно, откатится назад, как считали Миллер и Модильяни [131, с. 430]. Но это возможное восстановление не будет иметь большого значения для тех акционеров, которым удалось продать акции по завышенной цене объявления.

М. Х. Миллер и К. Рок доказали, что объявленные дивиденды действительно передают информацию о вероятной будущей прибыли фирмы, хотя они делают это только косвенно и не должны представлять собой продуманную политику менеджеров фирмы, чтобы сообщать о своих взглядах на будущие перспективы. «Их объявление дивидендов служит просто для того, чтобы предоставить недостающую часть ограничения источников, которое необходимо рынку для определения текущей прибыли фирмы» [130, с. 1033]. Эта размер доходов, в свою очередь, а не сам дивиденд, затем служит основой для оценки будущих доходов. Таким образом, по этому косвенному пути дивиденды могут приобретать важное «информационное содержание», хотя, как показали Р. Уоттс (R. Watts) [157] и Н. Дж. Гонедес (N. J. Gonedes) [89], дивиденды, по-видимому, имеют небольшую предсказательную силу для будущих доходов сверх тех, которые содержатся в текущих доходах. Доказательства, представленные в работах, в равной степени не согласуются с мнением о том, что сигналы дивидендов отражают информацию, помимо той, которая отражена в опубликованных отчетах. В статье Н. Дж. Гонедеса [89] рассматривается содержание информации о дивидендах и доходах. Его новой особенностью является использование многомерной процедуры тестирования, основанной на Т-тесте Хотеллинга, которая позволяет одновременно проверять ряд зависимых гипотез. Н. Дж. Гонедес использует эту процедуру, чтобы увидеть, как предполагаемый порядок получения сообщений, основанных на различных предполагаемых наборах предшествующей информации, влияет на ее информационное содержание и широко сопоставляется с дополнительными информационными содержаниями дивидендов. В статье [155] были оценены некоторые эмпирические тесты на информативность гипотезы дивидендов, чтобы выявить некоторые ограничения и логические недостатки в анализе. Тэйлор П. А. придерживается мнения, что:

1. Тесты практически невозможно сравнить, потому что они исследуют несколько разные проблемы, по-разному определяют объект интереса и дивиденды и предполагают разные предварительные знания. Не существует удовлетворительной основы для разрешения этих споров по поводу определения, поэтому выводы трудно обобщить.
2. В тестах используются прогностические модели, которые имеют минимальную поддержку по согласованным или приемлемым критериям и требуют упрощенных предположений об окружающей среде.

Поскольку объявление дивидендов полностью раскрывает значение текущей прибыли, последующее объявление этих доходов должно быть излишним. Тем не менее, рыночные цены реагируют на объявления о доходах, даже если объявление о доходах следует за объявлениями о дивидендах. Фирмы обычно объявляют свои дивиденды ежеквартально, сразу же после заседания Совета директоров, на котором было принято решение. Рынок использует это объявление дивидендов в свете своего понимания дивидендной политики фирмы, чтобы сформировать новую оценку ожидаемой текущей прибыли. Полная информация о текущем состоянии не раскрывается до тех пор, пока фирма не объявит о своей прибыли.

В модели M-M нет информационной асимметрии в том смысле, что нет разногласий относительно будущих дивидендов, прибыли и движения денежных средств фирмы. Однако на практике у менеджеров есть информация о будущих перспективах деятельности компании, которой нет у внешних инвесторов. Хотя законодательство США требует, чтобы вся существенная информация была раскрыта своевременно, достоверность такого раскрытия остается под вопросом (хотя может привести к серьезной дезинформации в коллективном иске).

Модели сигнализации предполагают, что менеджеры раскрывают эту информацию, корректируя свои денежные дивиденды. Выплата денежного дивиденда считается надежным сигналом, поскольку она связана с затратами, которые могут себе позволить только определенные типы фирм. Стоимость может быть дополнительной транзакционной стоимостью привлечения внешнего финансирования, как в модели M-M [131], или стоимостью, связанной с любым искажением в оптимальных инвестиционных решениях [130], или более высокими уплаченными налогами на денежные дивиденды по сравнению с приростом капитала [157]. То есть фирма может увеличить свои дивиденды, чтобы сигнализировать о более высоких будущих доходах, даже если ей придется увеличить внешний капитал, отложить некоторые ценные инвестиционные возможности или обременить дополнительными налогами своих акционеров.

Сигнальная теория о дивидендных выплатах порождает некоторые прямые и косвенные последствия. Во-первых, изменение дивидендных выплат и реакция фондовых рынков положительно коррелируют между собой; «например, неожиданное увеличение (уменьшение) дивидендов должно сопровождаться увеличением (уменьшением) цены акций» [48, с. 4]. Во-вторых, волатильность дивидендов должна быть связана с волатильностью операционных показателей. Косвенные последствия заключается в том, что за изменениями дивидендов должны следовать изменения прибыльности (темпы роста прибыли или доходности активов) в том же направлении. С. Бенарци (S. Benartzi), Р. Михаэли (R. Michaely) и Р. Талер (R. Thaler) в своей работе [44] доказали, что темпы роста прибыли компании, увеличивающих дивиденды, впоследствии не увеличиваются. Фирмы, которые уменьшают дивиденды, испытывают значительное увеличение темпов роста прибыли в течение 2 лет после уменьшения дивидендов. Это свидетельство и результаты противоречат центральному предположению моделей сигнализации о дивидендах, а именно, что изменения в дивидендах сигнализируют об изменениях прибыльности в том же направлении. Такие же результаты были достигнуты в работах П. Асквит (P. Asquith) и Д. Мулинс (D. Mullins) (1983); Г. Груллон (G. Grullon), Р. Михаэли, и Б. Сваминатан (B. Swaminathan) (2002). Регрессионные тесты, включающие аномальную доходность периода объявления, показывают, что рынок понимает, по крайней мере частично, значение изменения в дивидендной политике для последующего изменения рискованности фирмы. В работе [38] говорится, что чем больше последующее снижение риска, тем более позитивной будет реакция рынка на объявленные дивиденды. Таким образом, изменения риска, обусловленные изменениями прибыльности, начинают объяснять реакцию цены на объявления дивидендов. Действительно, наши основные выводы заключаются в том, что увеличение дивидендов связано с последующим снижением прибыльности и что первоначальная реакция рынка на увеличение дивидендов тесно связана с уменьшением прибыльности.

В рамках сигнальной теории С. А. Росс (S. A. Ross) в своей работе [149], теоретической базой которой выступала работа М-М о нерелевантности финансовой структуры компании, анализировал взаимосвязь между дивидендной политикой компаний и механизмом долговой нагрузки. Он утверждал, что стоимость компании растет вместе с финансовым левериджем. С. Росс [149] выдвинул гипотезу о том, что дивиденды, выплачиваемые в виде денежных средств, являются сигналом в отношении ожидаемого показателя денежного потока. Также было приведено объяснение, почему корпорации выплачивают дивиденды, несмотря на более высокое налогообложение, чем прирост капитала. Влияние налогов на дивиденды, рассмотренное С. Россом, было впоследствии подтверждено расчетами с использованием эконометрических методов на основе данных развитых стран Дж. Потерба (J. Poterba) и Л. Саммерсона (L. Summers). В совместной работе [143, 144], опубликованной в 1981 г., авторы пришли к выводу, что налоги на дивиденды снижают корпоративные инвестиции и оказывают существенное воздействие на стоимость капитала. Налоги на корпоративное распределение рассматривалось как «двойной налог» на корпоративный доход. Существует две точки зрения, связанные со ставками налогообложения на распределение дивидендов. Первая концепция (традиционная) гласит, эффективная налоговая ставка на доходы корпоративных источников влияет на принятие экономических решений, распределение налогового бремени между акционерами и компанией не имеет значения. Альтернативная концепция гласит: несмотря на большие налоговые обязательства, связанные с распределением дохода в виде дивидендов, является то, что рынок капитала капитализирует налоговые платежи, связанные с корпоративным распределением. Альтернативная теория указывает, что изменение налоговых ставок на дивиденды не окажет влияние на решения, связанные с распределением корпоративных инвестиций. На основе эконометрических тестов были продемонстрированы различия двух взглядов на дивидендное налогообложение.

По результатам работы [143] было достигнуто, что налоги на дивиденды препятствуют корпоративным инвестициям. Полученные данные опровергают гипотезу о том, что, повышая стоимость выплаты средств акционерам, налогообложение дивидендов стимулирует инвестиции путем удержания. «При принятии инвестиционных решений компания действует так, будто предельные инвестиции финансируются за счет новых выпусков акций» [143, с. 42]. Следовательно, гипотеза капитализации не объясняет поведение дивидендов компаний Великобритании. Дж. Потерба и Л. Саммерс также указывают, что «традиционная» точка зрения, в рамках которой налог рассматривается как «двойной налог» на прибыль, не дает убедительных объяснений в адрес дивидендных выплат. Несколько международных исследований также проверили этот эмпирический прогноз в различных институциональных структурах. А. Амихуд (Y. Amihud) и М. Мургия (M. Murgia) [32] используют выборку из Германии для изучения, основанных на налогах, моделей сигнализации. Налоговые модели сигнализации предполагают, что более высокий налог на дивиденды является необходимым условием, чтобы сделать их информативными в отношении ценностей компаний. В отличие от США, в Германии, где дивидендные выплаты не находятся в неблагоприятном положении и фактически облагаются налогом для большинства классов инвесторов по более низкой ставке, эти модели предсказывают, что дивиденды не являются информативными. Следовательно, нет никаких связанных с налогами затрат на выплату дивидендов. Однако, используя выборку дивидендных выплат с 1988 по 1992 год 200 немецкими компаниями, А. Амихуд и М. Мургия обнаружили, что изменение дивидендов в Германии вызывает реакцию на цены акций точно такую же, как в Соединенных Штатах, которая объясняется другими факторами. Дивиденды в Германии важны для предоставления информации о текущих доходах компаний, потому что правила бухгалтерского учета там считаются менее информативными, чем в Соединенных Штатах, и менеджеры имеют большую свободу действий при составлении отчетов о доходах. «Низкие дивиденды в Германии объясняются агентскими затратами, уникальными для этой страны. Банки часто контролируют большинство прав голоса на собраниях акционеров многих компаний, которым они ссужают, и поэтому банки могут предпочесть низкие выплаты дивидендов, чтобы обеспечить большую безопасность для долга» [32, c. 407].

Полученные результаты в работе А. Амихуд и М. Мургия [32] были подтверждены С. Андрес (C. Andres), А. Бетцер (A. Betzer), М. Горгем (M. Goergem) и Л. Реннебуг (L. Renneboog) [33]. Они также рассмотрели дивидендные политики ряда немецких компаний и выявили ряд закономерностей:

1. Решения по дивидендным выплатам полностью привязаны к показателю свободного денежного потока, так как бухгалтерские показатели не отражают всей финансово-экономической картины.
2. В отличие от компаний США и Великобритании, немецкие организации имеют более гибкую дивидендную политику, поскольку они готовы сократить дивиденды, когда рентабельность снижается.
3. Немецкие фирмы выплачивают меньшую долю своих денежных потоков, чем британские фирмы. Однако на основе опубликованной прибыли модель меняется на противоположную: немецкие фирмы демонстрируют значительно более высокие коэффициенты дивидендных выплат.

Реакция цены на увеличение и уменьшение дивидендов позволяет предположить, что инвесторы интерпретируют эти изменения как позитивные либо негативные новости, в зависимости от обстоятельств. Кроме того, в то время как в США реакция рынка на изменения дивидендов, как правило, очень сильная, эта реакция может быть не такой сильной в странах, где информационный канал отличается либо имеет меньшую информационную асимметрию. Научные исследователи из Китая в своей работе [84] рассмотрели взаимосвязь дивидендной политики и бухгалтерской прибыли. В работе предпринята попытка показать взаимосвязь двух переменных на компаниях, зарегистрированных в Китае. Китай является хорошей целью исследования дивидендной политики по следующей причине - большинство исследований в области дивидендной политики основаны на выборках развитых фондовых рынков, таких как Соединенные Штаты. Опираясь на предшествующую литературу, они доказали, что, поскольку «дивиденды поддерживаются более стабильным денежным потоком и сокращают свободный денежный поток. Также предоставили подтверждающие доказательства того, что компании, выплачивающие дивиденды: (1) имеют более высокие значения прибыли, чем фирмы, не платящие дивиденды; (2) характеризуются постоянными доходами; (3) характеризуются большей информативностью доходов» [127, c. 256]. Помимо базовой связи между дивидендами и размером прибыли, было также установлено, что взаимосвязь изменится, учитывая факторы, влияющие на стимулы менеджеров выплачивать дивиденды. Если фирмы будут выплачивать дивиденды для других целей, а не для передачи информации на рынок, информационное содержание дивидендов будет сокращено. В этом случае такие факторы могут также ослабить связь между дивидендами и прибылями. Аналогичные результаты дивидендной политики на китайском рынке были получены в работе [121]. Согласно результатам эмпирического анализа, объявление об увеличении дивидендов в денежном выражении является оптимистичным сигналом для инвесторов о будущей деятельности фирмы и движении денежных средств, и, следовательно, увеличение дивидендов за денежными средствами сопровождается положительными ненормальными доходами. С другой стороны, объявление об уменьшении дивидендов в денежной форме является пессимистичным сигналом, и поэтому уменьшение дивидендов в денежной форме сопровождается отрицательной ненормальной доходностью. Таким образом, эти эмпирические исследования хорошо подтверждают гипотезу о получении дивидендов, и инвесторы корректируют свои ожидания в отношении денежного потока фирмы после изменения дивидендов в денежной форме.

Упананда П. (Upananda P.) в своей работе предпринял попытку изучить возможные связи между дивидендной политикой и поведением цен на акции в корпоративном секторе Индии. Выборка из 500 зарегистрированных на рынке капитала компаний была исследована за 1996 и 2006 годы. Эконометрический анализ данных производился на основе выборки компаний из шести различных отраслей: электроэнергетика, производство продуктов питания и напитков, горнодобывающая промышленность, металургическая промышленность, текстильная промышленность и сфера услуг. Полученные результаты показывают наличие эффекта на уровне фирмы при объяснении возможных связей между дивидендной политикой и поведением компании в отношении цены акций.

Также есть работы, акцентирующие свое внимание на дивидендных политиках компаний Японии. К. Л. Девентер (K. L. Dewenter) и В. А. Вартер (V. A. Warther) [72], например, указывают, что: (1) японские компании, особенно фирмы, являющиеся членами кэйрецу (крупные финансово-промышленные группы), сталкиваются с меньшей информационной асимметрией и меньшим количеством конфликтов между агентствами, чем американские фирмы; (2) информационные асимметрии и конфликты между агентствами влияют на дивидендную политику. Японские компании испытывают меньшую реакцию цен на акции на упущения и инициирование дивидендов, они менее склонны пропускать и сокращать дивиденды, а их дивиденды более чувствительны к изменениям прибыли.

В 2014 г. М. М. Орду (M. M. Ordu), С. И. Энекве (C. I. Enekwe) и М. Анянваокоро (M. Anyanwaokoro) [138] исследовали рынок Нигерии, которое строилось на рыночных данных 17 компаний. Данные охватывали пятилетние временные ряды с 2000 по 2011 год. В исследовании использовалась рыночная цена на акцию в качестве зависимой переменной и дивиденд на акцию, дивидендная доходность и переменные коэффициента дивидендных выплат. Панель наименьших квадратов, основанная на обычной регрессионном методе наименьших квадратов, использовала фиксированные и случайные методы для анализа данных. Результаты показали, что существует положительный эффект между рыночной ценой на акцию и дивидендной политикой. Атта-Ботчвей (Attah-Botchwey) провела исследование в Гане, чтобы изучить влияние выплаты дивидендов на цену акций. Исследование включало опрос 60 акционеров компаний Ecobank Ghana Limited, Cal Bank Ghana Limited и AngloGold Ashanti, котирующихся на Ганской фондовой бирже 2005 - 2009 гг. В описательном исследовании использовались цены акций в качестве зависимой переменной и дивиденд на акцию в качестве независимой переменной. Результат показал, что существует положительная связь между дивидендной политикой и ценой акций.

В 2011 г. используя данные Лондонской фондовой биржи (LSE), где новости о доходах и дивидендах публикуются одновременно, К. Бозос (K. Bozos), К. Николопулос (K. Nikolopoulos) и Г. Рамьянди (G. Ramgandhi) [52] исследовали гипотезу о сигнализации дивидендов и взаимосвязь доходов и дивидендов как в устойчивых, так и в неблагоприятных экономических условиях. Период исследования 2007 – 2008 гг. – период, когда ряд стран-членов ЕС столкнулись с дефицитом бюджета и суверенным долгом, а бюджетная консолидация становится главной проблемой для большинства экономик. В отсутствие растущего экономического контекста разумно предположить, что корпоративные финансовые решения, управленческие цели и поведение инвесторов могут измениться, чтобы учитывать экономические условия. Этот совместный анализ влияния ценового объема дает картину того, как инвесторы пересматривают свои ожидания и меняют позиции в зависимости от поступления новостей о дивидендах. Кроме того, наблюдалось, что ненормальная доходность акцентируется в том же направлении, что и изменение дивидендов, независимо от уровня прибыли и экономических условий. Этот вывод был подтвержден серией регрессионных тестов и соответствует исследованию С. Истона (S. Easton) [76] на австралийском рынке, где новости о доходах и дивидендах публикуются одновременно, как в Великобритании, но также сопоставимы с аналогичными исследованиями в США и Германии. В отличие от А. А. Лони (A. A. Lonie), Г. Аберайтна (G. Abeyratna), Д. М. Поуэр (D. M. Power) и К. Д. Синклер (K. D. Sinclair) [126], которые не нашли достаточных доказательств информационного содержания дивидендов в LSE, в течение шестимесячного периода в 1991 году было доказано, что изменения как прибыли, так и дивидендов были устойчивы к наличию контрольных переменных фирмы и рыночного уровня.

Большинство исследований в США показывают, что изменения в дивидендах положительно коррелируют с запаздывающими и одновременными изменениями доходов, но существует слабая поддержка изменений в будущих доходах. Однако проблема с эмпирической спецификацией заключается в трудности извлечения изменений в будущих постоянных доходах из текущих доходов. Это было частично преодолено в анализе, проведенном в исследовании 1998 г Я. Брук (Y. Brook), У. Т. Чарльтон (W. T. Charlton), Р. Дж. Хендершотт (R. J. Hendershott) [61], которые обнаружили, что фирмы в течение четырех лет имели тенденцию повышать свои дивиденды непосредственно перед значительным увеличением прибыли. М. Л. Липсон (M. L. Lipson), С. П. Макиера (C. P. Maquiera) и В. Меггинсон (W. Megginson) [123] нашли аналогичные результаты для компаний, проходящих процедуры первоначального публичного размещения, которые стали выплачивать дивиденды. Эти результаты более соответствуют полевым работам А. Брэйва в соавтр. (A. Brav et al.) [54], в которой подчеркивалось «большое наказание», связанное с сокращением дивидендов, и более ранние исследования Х. К. Бэйкера в соавтр. (H. K. Baker et al.) [41], который обнаружил, что единственным наиболее важным фактором была оценка руководством будущих доходов.

Согласно эконометрическому анализу, проведенного Р. Аггарвал (R. Aggarwal), Дж. Чао (J. Cao) и Ф. Чен (F. Chen), небольшие различия в информационной асимметрии в государственных компаниях США не могут обеспечить достаточную мощность для статистических тестов моделей сигнализации, поэтому они имеют слабую эмпирическую поддержку. По этой причине эти авторы используют выборку американских депозитарных расписок (АДР), которые демонстрируют значительно большие различия в своей базовой информационной среде, поступающей из разных стран. Ключевым выводом является то, что информационное содержание изменения дивидендов может быть идентифицировано только для фирм, выпускающих депозитарные расписки, из стран с высокой информационной асимметрией. Эти фирмы испытывают увеличение прибыли и снижение систематического риска после увеличения их дивидендов.

Вновь и в отличие от результатов, полученных в США, Б. Балачандран (B. Balachandran), С. Кришнамурти (C. Krishnamurti), М. Теобалд (M. Theobald), и Б. Виданапатирана (B. Vidanapathirana) [42] находят эмпирическую поддержку для передачи дивидендов австралийскими компаниями. В отличие от большинства американских компаний, австралийские компании выплачивают дивиденды раз в полгода, с меньшими промежуточными, среднегодовыми дивидендами. Авторы считают, что уменьшение дивидендов без одновременного выкупа акций связано с отрицательной ненормальной прибылью в будущем, и, следовательно, обеспечивает информационное содержание. Тем не менее, уменьшение дивидендов при одновременном выкупе акций имеет незначительную ненормальную будущую прибыль. Кроме того, реакция фондового рынка сильнее для промежуточного сокращения дивидендов, чем для окончательного сокращения дивидендов, поскольку промежуточные дивиденды объявляются в менее информативной среде, чем окончательные дивиденды. Р. Джолит (R. Joliet) и А. Мюллер (A. Muller) [110] придерживаются иной точки зрения, используя выборку многонациональных корпораций. Они изучают взаимосвязь между изменениями дивидендов и текущими изменениями доходов в разных географических регионах. Они считают, что менеджеры преимущественно используют увеличение дивидендов, чтобы сигнализировать о росте прибыли с иностранных рынков, особенно с развивающихся рынков и рынков Азиатско-Тихоокеанского региона. В отличие от этого связь между увеличением дивидендов и увеличением доходов от внутренних или других развитых рынков, таких как Северная Америка и Западная Европа, намного слабее. Явным выводом является то, что информационная асимметрия в доходах на развивающихся рынках больше, чем на развитых.

Что касается сглаживания дивидендов, К. Л. Девентер и В. А. Вартер [72] обнаружили, что сглаживание для японских компаний было менее заметным, чем для аналогичных американских фирм. Дж. Джионг (J. Jeong) [108] считает, что, хотя большинство корейских фирм сглаживают свои дивиденды, степень сглаживания меньше, чем для американских компаний. Корейские компании, подобно японскому кэйрецу, являются мощными конгломератами с политическими связями. Очевидно, что сигнализирующая роль дивидендов менее полезна в условиях жесткой экономики, чем на более децентрализованном, протяженном рынке капитала. Интересно, что В. Айвазян (V. Aivazian), Л. Бут и С. Клири [25, 26, 27] обнаруживают аналогичный контраст для американских компаний с рейтингами облигаций или без них; отсутствие рейтинга облигаций указывает на большую зависимость от «информированного» банковского долга и, как правило, на более прочную фирму. Как и в закрытых фирмах, исследованных К. Л. Девентер, В. А. Вартер и Дж. Джионг [72, 108], отсутствие рейтинга облигаций указывает на меньшую необходимость использовать дивиденд в качестве сигнала.

В. Айвазян в соавтр. [26], на выборке компаний, представленных в отчете Всемирного Банка, из восьми развивающихся рынков смоделировали информационную среду как ориентированную на банк, так и ориентированную на рынок капитала, предполагая, что рынки, ориентированные на банки, не находятся на расстоянии вытянутой руки. Их работа дала несколько важных идей, одна из которых заключалась в том, что предсказать, какие фирмы с формирующимся рынком будут платить или изменять свои дивиденды, было гораздо сложнее, чем в контрольной выборке американских компаний. Также было значительно меньше сглаживания дивидендов. В обоих случаях их результаты показали, что дивидендная политика ближе к остаточной модели M-M, с меньшей поддержкой моделей сигнализации дивидендов.

Наконец, Ф. Брэггион (F. Braggion) и Л. Мур (L. Moore) [53] изучили дивидендное поведение 475 британских компаний в период с 1895 по 1905 год, когда было мало налогов или институциональных ограничений. Их доказательства обеспечивают «сильную поддержку асимметричных информационных теорий дивидендной политики и небольшую поддержку агентских моделей» [53, с. 2935]. Интересно, что они обнаружили, что помимо нормального воздействия увеличения и сокращения дивидендов, было гораздо меньше сглаживания дивидендов. Они считают, что дивидендная политика на рубеже двадцатого века была гибкой формой выплаты, похожей на выкуп акций сегодня.

В целом полезность дивиденда как сигнала, очевидно, зависит от информационной среды. Что еще более важно, исследование информирует о динамике между корпоративной прибыльностью, системами выплат и поведением инвесторов, проверяя существующую теорию под прицелом обобщенных экономических трудностей. Хотя большинство исследований в США обеспечивает смешанную поддержку дивидендов в качестве сигнала, это зависит отчасти от того, имеет ли фирма рейтинг облигаций, что отчасти является описанием информационной среды. Дальнейшие исследования, не связанные с США, предоставляют некоторые многообещающие эмпирические данные в различных информационных средах.

## 2.2. Агентские проблемы и дивидендная политика

Экономические исследования о дивидендах обычно предполагают, что внутренние инсайдеры компании являются совершенными агентами, и пытаются определить, зачем агенты выплачивают дивиденды. В других корпоративных источниках менеджеры – это несовершенные агенты, где выясняется взаимосвязь интересов менеджеров и акционеров. Одной из характерных черт современной корпорации является отделение собственности от контроля, при котором менеджеры в качестве агентов не обязательно действуют в интересах владельца. Дивидендную политику можно рассматривать как инструмент решения агентских проблем между корпоративными инсайдерами и внешними акционерами. Согласно данной теории, если прибыль не выплачивается акционерам, они могут быть использованы инсайдерами для личного использования или направлены на убыточные проекты, которые обеспечивают частные выгоды для инсайдеров. Как следствие, сторонние акционеры отдают предпочтение дивидендам по сравнению с нераспределенной прибылью. Различаются теории о том, как сторонние акционеры фактически заставляют фирмы выдавать деньги. Ключевой момент, однако, заключается в том, что неспособность выманить денежные средства приводит к их утечке или потере, что наносит ущерб интересам внешних акционеров.

Агентский подход отходит от предположений теоремы Модильяни-Миллера, признавая две точки. Во-первых, инвестиционную политику фирмы нельзя считать независимой от ее дивидендной политики, и, в частности, выплата дивидендов может снизить неэффективность маржинальных инвестиций. Во-вторых, и, что еще более тонко, распределение всей прибыли фирмы акционерам на пропорциональной основе не может считаться само собой разумеющимся, и, в частности, инсайдеры могут получить преференциальный режим путем отвлечения активов, трансфертных цен и краж, даже удерживая инвестиционную политику постоянной. Поскольку дивиденды выплачиваются на пропорциональной основе, они приносят выгоду внешним акционерам относительно альтернативы экспроприации нераспределенной прибыли.

Дивидендная политика был субъектом анализа в работе Ф. Истербрука [75], который попытался ответить на вопрос: является ли дивидендная политика компании средством согласования интересов инсайдеров и акционеров. Любая дивидендная политика должна быть разработана таким образом, чтобы минимизировать сумму капитала, агентские и налоговые издержки. «Дивиденды существуют, так как они влияют на финансовую политику фирм, потому что они распределяют денежные средства и побуждают компанию размещать новые ценные бумаги» [75, с. 653].

Ф. Истербрук выдвинул гипотезу: менеджеры не являются идеальными агентами, представляющие интересы других участников корпоративного предприятия, они преследуют свои собственные нужды. Так как менеджеры не являются остаточными претендентами на денежный поток компании, может возникать существенное расхождение между интересами акционеров и менеджеров. Чтобы негативные эффекты от расхождения интересов минимизировать, акционеры предпочитают использовать инструменты мониторинга и стимулирования. Одной из форм агентских издержек является стоимость мониторинга менеджеров. Данный инструмент контроля дорого обходится акционерам. Хотя акционер-контролер понесет все расходы по мониторингу, он получит прибыль только пропорционально своим владениям. Поскольку акции широко распространены, ни один акционер не может получить даже небольшую прибыль. Акционеры были бы богаче, если бы было какое-то лицо, сопоставимое с доверенным лицом держателей облигаций, которое контролировало бы менеджеров от имени акционеров.

Вторым источником агентских расходов является неприятие риска со стороны менеджеров. «Инвесторы, имеющие диверсифицированные портфели акций, будут обеспокоены только любым не дифференцируемым риском в отношении предприятий» [75, с. 655]. Если компания находится на стадии банкротства, менеджеры теряют рабочие места и любое богатство, связанное с активами компании. Поэтому менеджеры будут обеспокоены общим риском и личное неприятие риска усилит эту обеспокоенность. Менеджеры, не склонные к риску, могут выбирать проекты, которые безопасны, но имеют более низкую ожидаемую доходность, чем затраты на привлечения капитала. Акционеры имеют противоположное предпочтение. Более рискованные предприятия обогащают акционеров за счет держателей долговых обязательств (поскольку акционеры не платят никакой прибыли держателям облигаций, но держатели облигаций несут часть риска банкротства), и акционеры хотели бы, чтобы менеджеры были склонны к риску. Конечно, кредиторы признают это и пытаются заранее контролировать это через облигационные займы и другие инструменты; они также регулируют процентную ставку, которую они требуют. Держатели долговых ценных бумаг предполагают, что с учетом ограничений, установленных их контрактами, акционеры предпочитают максимально использовать преимущества.

Менеджмент компании может изменять риск компании двумя способами:

1. скорректировать набор инвестиционных проектов;
2. скорректировать соотношение собственного и заемного капитала.

Чем меньше доля заемного капитала в собственном, тем ниже вероятность банкротства корпорации. Одним из способов контроля величины риска активов Ф. Истербрук рассматривает дивидендную политику. Роль дивидендов в запуске мониторинга рынка капитала легко увидеть. Ожидается, что продолжающиеся дивиденды вынуждают фирмы собирать новые деньги для осуществления своей деятельности. Поэтому они ускоряют мониторинг и корректировку долевого капитала, которые приносят пользу акционерам. Также в статье отмечается одна из главных функций дивидендов – удержание компании на фондовом рынке. Основная ценность постоянного поддержания фирмы на рынке капитала заключается в том, что потенциальные инвесторы капитала являются очень хорошими контролирующими лицами управляющих. Существующие инвесторы фирмы могут влиять на действия менеджеров только путем голосования (которое страдает от проблемы коллективного выбора) и продажей. Покупатели акций будут платить за ценные бумаги не больше, чем стоимость будущей прибыли при текущем менеджменте компании.

Менеджеры со значительным свободным денежным потоком могут увеличить дивиденды или выкупить акции и тем самым выплатить текущие денежные средства, которые в противном случае были бы инвестированы в проекты с низкой доходностью или потрачены впустую. Это позволяет менеджерам контролировать использование будущих свободных денежных потоков, но они могут пообещать выплатить будущие денежные потоки, объявив о «постоянном» увеличении дивидендов. Такие обещания слабы, потому что дивиденды могут быть уменьшены в будущем. Тот факт, что рынки капитала наказывают сокращение дивидендов при значительном снижении цен на акции, согласуется с расходами агентства на свободный денежный поток.

Конфликты интересов между акционерами и менеджерами в отношении дивидендной политики особенно серьезны, когда организация генерирует существенный свободный денежный поток. Проблема заключается в том, как мотивировать менеджеров распределять денежные средства между акционерами, а не вкладывать их с меньшими затратами на капитал или тратить их на неэффективность организации. В статье М. Ейнсена разработана теория объясняющая агентские проблемы корпорации. Он утверждал, что минимизировать риски, вызванные агентскими отношениями можно с помощью выпуска долговых обязательств. «Создание долга без удержания доходов от выпуска позволяет менеджерам эффективно выполнить свое обещание выплатить будущие денежные потоки» [106, c. 326]. Выпуская долговые ценные бумаги в обмен на акции, менеджеры связывают свое обещание выплачивать будущие денежные потоки способом, который не может быть достигнут простым увеличением дивидендов. При этом они дают акционерам-получателям долговых бумаг право подать иск в суд о банкротстве, если они не выполняют свое обещание по выплате процентов и основной суммы долга. Таким образом, задолженность снижает агентские расходы на свободный денежный поток, уменьшая денежный поток, доступный для расходов по усмотрению менеджеров. Эти контрольные эффекты долга являются потенциальным фактором, определяющим структуру капитала.

Выпуск больших сумм долга для выкупа акций также создает необходимые организационные стимулы для мотивации менеджеров и помогает им преодолеть нормальное организационное сопротивление сокращению, которое часто требуется для выплаты свободных денежных потоков. Угроза, вызванная неспособностью произвести платежи по обслуживанию долга, служит эффективной движущей силой для повышения эффективности таких организаций. Выкуп долевых ценных бумаг за счет выпуска облигаций или наличных денежных средств также имеет налоговые преимущества. Помимо указанных ранее преимуществ решения агентских конфликтов за счет выпуска облигаций, есть ряд ограничений. По мере увеличения кредитного плеча растут обычные агентские издержки по долгам, включая расходы на банкротство. Оптимальное соотношение долга к собственному капиталу — это точка, в которой стоимость фирмы достигает максимумам, точка, в которой предельные издержки долга просто компенсируют предельные выгоды. Функция контроля долга более важна в организациях, которые генерируют большие денежные потоки, но имеют низкие перспективы роста, и еще более важна в организациях, которые должны сокращаться. В этих организациях давление, направленное на то, чтобы тратить денежные потоки, вкладывая их в неэкономичные проекты, наиболее серьезное.

Конфликты интересов между корпоративными инсайдерами, такими как менеджеры и контролирующие акционеры, с одной стороны, и внешними инвесторами, такими как миноритарные акционеры, с другой, являются центральными в анализе современной корпорации [48]. Инсайдеры, которые контролируют корпоративные активы, могут использовать эти активы для ряда целей, которые наносят ущерб интересам внешних инвесторов. Проще говоря, они могут переориентировать корпоративные активы на себя, путем прямой кражи, разводнения внешних инвесторов посредством эмиссии акций для инсайдеров, чрезмерной заработной платы, продажи активов себе или другим корпорациям, которые они контролируют по выгодным ценам, или трансфертного ценообразования с другими компаниями, которые они контролируют [48]. В качестве альтернативы инсайдеры могут использовать корпоративные активы для реализации инвестиционных стратегий, которые приносят им личную выгоду от контроля, такого как рост или диверсификация, без выгоды для внешних инвесторов. Что подразумевается под инсайдерами, варьируется от страны к стране. В Соединенных Штатах, Великобритании, Канаде и Австралии, где собственность в крупных корпорациях относительно разрознена, большинство крупных корпораций в значительной степени контролируются их менеджерами. В большинстве других стран крупные фирмы обычно имеют акционеров, владеющих значительной долей капитала, таких как семьи основателей. Контролирующие акционеры могут эффективно определять решения менеджеров, которые происходят из контролирующей семьи, и, следовательно, проблема управленческого контроля сама по себе не столь серьезна, как в богатых странах общего права. С другой стороны, контролирующие акционеры могут осуществлять политику, которая приносит им пользу за счет миноритарных акционеров. Независимо от личности инсайдеров, жертвами инсайдерского контроля являются миноритарные акционеры. Именно эти миноритарные акционеры обычно имеют вкус к дивидендам.

Одним из главных средств решения проблем агентства является закон. Корпоративное и иное законодательство дает внешним инвесторам, включая акционеров, определенные полномочия по защите своих инвестиций от экспроприации инсайдерами. Эти полномочия в отношении акционеров варьируются от права на получение тех же дивидендов на акцию, что и от инсайдеров, до права голосовать по важным корпоративным вопросам, включая выборы директоров, до права предъявлять иск компании за ущерб. Тот факт, что такая правовая защита существует, вероятно, объясняет, почему становление миноритарным акционером является жизнеспособной инвестиционной стратегией, а не просто прямой раздачей денег незнакомцам, у которых мало или вообще есть обязательства вернуть их.

Как указывали Р. Ла Порта (R. La Porta), Ф. Лопес-де-Силанес (F. Lopez-de-Silanes), А. Шлейфер (A. Shleifer) и др. [115, 116], степень правовой защиты внешних инвесторов сильно отличается в разных странах. Правовая защита состоит как из содержания законов, так и из качества их исполнения. Некоторые страны, в том числе наиболее богатые страны общего права, такие как США и Великобритания, обеспечивают эффективную защиту миноритарных акционеров, так что прямая экспроприация корпоративных активов инсайдерами редка. Проблемы агентства проявляются, прежде всего, через не максимизирующий инвестиционный выбор. Во многих других странах состояние внешних инвесторов гораздо более ненадежное, но даже там некоторая защита существует. В работе [116] показывается, в частности, что страны общего права, по-видимому, имеют лучшую правовую защиту миноритарных акционеров, в то время как страны гражданского права, и наиболее заметно страны гражданского права Франции, имеют самую слабую защиту.

Качество защиты инвесторов, рассматриваемое как инструмент снижения агентских издержек, оказалось важным для ряда ключевых вопросов в сфере корпоративных финансов. Одни исследователи, в частности: Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес и А. Шлейфер считают, что корпоративная собственность более сконцентрирована в странах с плохой защитой акционеров. Другие склонны предполагать, что оценка и широта рынков капитала выше в странах с лучшей защитой инвесторов [72]. Наконец, есть некоторые свидетельства того, что хорошая защита инвесторов способствует эффективности распределения ресурсов и экономическому росту в целом [151].

В то же время в странах общего права суды неохотно вмешиваются во внутренние дела компаний. Согласно правилу делового суждения, если акт не является вопиющим, суды неохотно отстаивают свое суждение относительно решения высшего руководства. Примечательно, что в странах общего права нет законного права на получение дивидендов, поскольку даже голос акционеров на годовом общем собрании обычно не имеет обязательной силы. Вместо этого совет директоров должен объявить дивиденды. В результате руководство может укрепиться и, по ярким словам председателя Нью-Йоркской фондовой биржи, «ограбить акционеров» [68].

В 1963 г. Г. Дональдсон (G. Donaldson) [74] рассмотрел, что отделение собственности от контроля может создать глубокие различия между политическим выбором, одобренным руководством и акционерами. И, как отметил Г. Дональдсон, в агентских разногласиях, скорее всего, победителем будет менеджмент компании. Он указал, что это порождает финансовую иерархию: руководство предпочитает финансировать деятельность за счет внутреннего денежного потока, а затем за счет долга и, наконец, внешнего капитала. То есть менеджеры предпочли бы минимизировать выплаты дивидендов и инвестировать в соответствии со своими предпочтениями, а не максимизировать цену акций.

В рамках данной теории агентских отношений С. К. Майерс (S. C. Myers) [134] утверждал, что компании должны выплачивать дивиденды для привлечения внешнего капитала: «Внешнее финансирование работает, если инсайдеры выплачивают дивиденды в каждом периоде, достаточном только для того, чтобы сохранить участие внешних инвесторов в течение по крайней мере еще одного периода». В данном контексте дивиденд — это предварительное обязательство. В тех случаях, когда сторонним инвесторам не хватает прямого контроля над управляющими лицами компании, высокая выплата дивидендов снижает агентские издержки на свободный денежный поток и вынуждает фирму взаимодействовать с рынком капитала для финансирования будущих проектов.

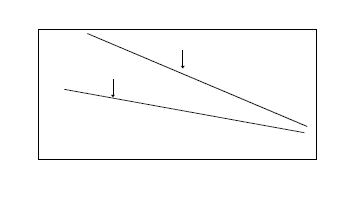
По результатам, изложенным выше, дивиденды являются результатом эффективной системы правовой защиты акционеров. В рамках эффективной системы миноритарные акционеры используют свои законные полномочия, чтобы вынудить компании высвобождать денежные средства, тем самым, не позволяя инсайдерам использовать слишком большую часть доходов компании для получения выгоды. Акционеры могут сделать это путем голосования за директоров, которые предлагают лучшую дивидендную политику, путем продажи акций потенциальным враждебным рейдерам, которые затем получат контроль над компаниями, не платящими дивиденды, или путем предъявления иска компаниям, которые слишком щедро тратят средства на деятельность, приносящую только пользу инсайдерам. Кроме того, хорошая защита инвесторов делает перераспределение активов юридически рискованным и более дорогим для инсайдеров, тем самым повышая относительную привлекательность дивидендов для них. Чем больше прав у миноритарных акционеров, тем больше денег они извлекают из компании, при прочих равных условиях.

Важно признать, что этот аргумент основан не на миноритарных акционерах, имеющих конкретные права на получение дивидендов как таковых, а на том, что они имеют более общие права голоса за директоров и протестуют против экспроприации богатства. В статье [116] Р. Ла Порта и др. привели хороший пример из США по вымогательству денег из компании. В 1995 – 1996 гг. будучи крупным акционером Chrysler, Керкорян не имел особых прав на получение дивидендов, но использовал механизм голосования, чтобы поставить своих сотрудников в совет директоров, а затем вынудить совет директоров резко повысить дивиденды.

В разных странах с разным качеством защиты акционеров можно предположить, что лучшая защита связана с более высокими выплатами дивидендов. Есть еще одно следствие этой теории. Акционеры, которые чувствуют себя защищенными, примут низкие выплаты дивидендов и высокие ставки реинвестирования от компании с хорошими возможностями, поскольку они знают, что, когда инвестиции этой компании окупятся, они могут получить высокие дивиденды. Напротив, зрелой компании с плохими инвестиционными возможностями не будет позволено инвестировать нерентабельно. Как следствие, при хорошей защите акционеров компании с высокими темпами роста должны иметь значительно более низкие выплаты дивидендов, чем компании с низким ростом. Напротив, если защита акционеров плохая, мы не обязательно ожидаем такой взаимосвязи между выплатами и ростом, поскольку акционеры могут попытаться получить то, что они могут - что может быть немного - немедленно.

Существует альтернативная теория взаимосвязи дивидендной политики и агентских издержек, в которой дивиденды заменяют правовую защиту. Эта точка зрения основывается на необходимости того, чтобы фирмы приходили на внешние рынки капитала за средствами, хотя бы изредка. Чтобы иметь возможность привлекать внешние средства на привлекательных условиях, фирма должна создать себе репутацию модератора в экспроприации акционеров. Один из способов создать такую репутацию — это выплачивать дивиденды, что уменьшает то, что остается для экспроприации. Чтобы этот механизм работал, фирма никогда не должна «наживаться» на своей репутации, прекращая дивиденды и полностью экспроприируя акционеров. Фирма никогда не захочет получать прибыль, если, например, существует достаточная неопределенность относительно ее будущих денежных потоков, что возможность возврата на рынок капитала всегда полезна [72].

В работе Ла Порта в соавтр. [116] рассматривается две модели влияния правовой системы на дивидендную политику. Первая модель называется – «модель результатов», вторая – «модель замещения». «Модель результатов» предсказывает, что более сильные права акционеров расширят права и возможности миноритарных акционеров, чтобы они могли вынудить фирмы распределять больше денежных средств в качестве дивидендов и предотвратить их потерю инсайдерами. «Модель замены» — это традиционная модель теории агентства, которая предсказывает, что более слабые права акционеров приведут к более высоким выплатам дивидендов, так как менеджеры используют выплаты дивидендов в качестве предварительного обязательства.



Инвестиционная возможность

DIV/EPS

Низкая защита

Высокая защита

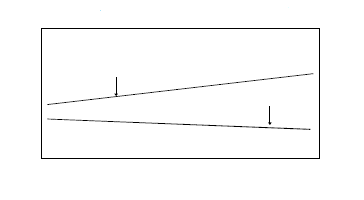
***Рис.4. Влияние правовой системы на дивидендную политику. Модель «Результатов»***

***Источник: [116]***

Ла Порта и др. в работе [115] использует правовую защиту акционеров на страновом уровне в качестве решения проблем агентства. По результатам перекрестного анализа 4000 фирм из 33 стран в 1996 году было выявлено, что компании в странах общего права с лучшей правовой защитой для миноритарных акционеров платят больше дивидендов, чем фирмы в странах гражданского права. Более того, только в странах общего права фирмы с более широкими возможностями роста имеют более низкие выплаты дивидендов, чем фирмы с меньшими возможностями роста. Также они утверждают, что эти результаты согласуются с предсказаниями модели результатов.

В. Айвазян, Л. Бут и В. С. Клири [26] рассмотрели группу компаний из восьми стран развивающихся фондовых рынков, классифицированные на финансовую систему: либо на банковские, либо на рынки капитала. По результатам исследования, которые были сопоставлены с результатами, полученными на американском рынке, они выдвинули гипотезу:

1. Прогнозировать изменения дивидендов для этих фирм с формирующимся рынком сложнее. Качество фирм, сокращающих дивиденды, было намного более сходным с теми, которые увеличивали дивиденды, чем для контрольной выборки США.
2. Результаты регрессии показали, что текущие дивиденды гораздо менее чувствительны к прошлым дивидендам, чем для контрольной выборки фирм США.
3. Модель Линтнера не очень хорошо работает для этой выборки фирм с формирующимся рынком, где скорректированные R-квадраты регрессионной модели Линтнера значительно ниже, чем ожидались для американских компаний.



Инвестиционная возможность

DIV/EPS

Низкая защита

Высокая защита

***Рис. 5. Влияние правовой системы на дивидендную политику. Модель «Замещения»***

***Источник: [116]***

Эти результаты подтверждают теорию замены дивидендов над теорией дополнения в нашей выборке фирм с формирующимся рынком. Другими словами, полученные результаты подтверждают предположение, что институциональные структуры этих развивающихся стран делают корпоративную дивидендную политику менее жизнеспособным механизмом для сигнализации о будущих доходах и для снижения агентских расходов, чем для американских компаний, работающих на рынках капитала с проводимыми на расстоянии операциями.

Также, в 2015 г. было опубликовано научное исследование К. Джон (K. John), А. Князева (A. Knyazeva), и Д. Князева (D. Knyazeva) [111] результаты которого подтверждают актуальность «модели замещения» дивидендной политики, выдвинутой Р. Ла Порта и др. [116]. К. Джон, А. Князева и Д. Князева пришли к выводу, что для решения агентских проблем: (1) финансовая политика может служить надежной альтернативой традиционным механизмам управления; (2) дивидендные обязательства более эффективны, чем одни только выкупы; (3) для большинства слабо управляемых фирм сочетание долга и дивидендов представляет собой более эффективный механизм урегулирования конфликтов между акционерами и менеджерами, чем только долг. Обычно фирмы со слабым управлением, слабой защитой акционеров или рассредоточенным владением акциями с большей вероятностью используют дивиденды или комбинацию дивидендов и долга в качестве инструментов предварительного принятия обязательств, чтобы ослабить страхи внешних инвесторов; то есть они предпочитают использовать регулярные выплаты дивидендов, а не использовать специальные дивиденды или выкуп акций в качестве предварительного обязательства.

В статье Л. Хаил (L. Hail), А. Тахун (A. Tahoun) и С. Ванг (C. Wang) [94] исследуют изменения в дивидендных выплатах компаний после внешнего шока на проблему информационной асимметрии между менеджерами и инвесторами. Теории агентства предсказывают снижение распределения дивидендов между акционерами в той мере, в которой улучшенная общественная информация снижает потребность менеджеров в выражении своего обязательства избежать чрезмерных инвестиций посредством дорогостоящих выплат дивидендов. И наоборот, дивиденды могут увеличиться, если миноритарные инвесторы будут в лучшем положении для получения денежных дивидендов. Данная гипотеза проверяется на компаниях 49 стран за 1993 – 2008 гг. в отношении обязательного принятия МСФО и первоначального применения новых законов об инсайдерской торговле. Несколько исследований показали преимущества на рынке капитала, улучшения бухгалтерских свойств и положительное влияние на способность финансовых аналитиков прогнозировать будущие результаты в период обязательного принятия МСФО, например, Х. Даске (H. Daske) в соавтр. [67], Д. Бард (D. Byard), Ю. Ли (Y. Li) [63], В. Лэндсман (W. Landsman), И. Мэйдью (E. Maydew), Дж. Торнок [117]. Как показали Бхаттачарья и Даук [49], для участников рынка капитала, обновляющих свои приоритеты, важнее, чем введение законов об инсайдерской торговле (ИТ), первое судебное преследование. Соответственно, данные свидетельствуют о том, что после увеличения аналитики начинают прогнозировать более широкий набор мер, качество финансовой отчетности улучшается, а цены на акции становятся более информативными после ограничения ИТ (Р. Бушман (R. Bushman), Дж. Пиотроски (J. Piotroski) и А. Смит (A. Smith) [62], Л. Хаил [95], Н. Фернандес (N. Fernandes) и М. Феррейра (M. Ferreira) [83], С. Джайраман (S. Jayaraman) [102], И. Цанг (I. Zhang) и Ю. Цанг (Y. Zhang) [159]). Оба события связаны с общим улучшением информационной среды, что должно уменьшить информационную асимметрию между менеджерами и инвесторами. Более того, поскольку события происходят на уровне страны, они в значительной степени являются экзогенными для отдельной фирмы. Было выявлено, что после принятия обязательных законов об ИТ и переход на МСФО компании реже увеличивают дивиденды, но с большей вероятностью сокращают такие выплаты. Изменения происходят во время информационного шока и только в странах и для фирм, подверженных нормативным изменениям. Они более выражены, когда внутренние проблемы агентства или информационные шоки сильнее. Мы также находим, что информационное содержание дивидендов уменьшается после событий. Интересно, что эти изменения были менее выраженными для корпораций, которые добровольно перешли на МСФО, прежде чем они были это делать в обязательном порядке, а также для корпораций, которые были включены в перекрестный список в Соединенных Штатах и, таким образом, уже отвечали более высоким требованиям к раскрытию информации в США. Кроме того, ненормальная прибыль вокруг объявления дивидендов была меньше после этих двух событий. Эти результаты согласуются с моделью замещения: фирмам не нужно использовать дивиденды в качестве дорогостоящего обязательства, когда внешние инвесторы имеют более полную информацию.

В 2014 г. П. Брокман (P. Brockman), Дж. Тресл (J. Tresl) и Е. Унлу (E. Unlu) [57] используют выборку из 32 503 фирм-лет в 24 странах и обнаруживают, что фирмы в странах с менее жесткими законами об инсайдерской торговле используют большие и стабильные выплаты дивидендов, чтобы создать себе репутацию с внешними акционерами. Кроме того, в случае исследования корпоративной реакции на первоначальное применение законов об инсайдерской торговле в Канаде, они обнаружили, что фирмы снижают свою приверженность к крупным стабильным выплатам после принудительного исполнения. В обоих случаях эти результаты согласуются с моделью замещения.

Тип корпоративного долга, который имеет компания (банковский кредит или облигационный долг), играет важную роль в определении дивидендной политики фирмы. Одни утверждают, что банки обладают сравнительным информационным преимуществом по сравнению с рынками долговых обязательств [74, 89]. По словам Д. В. Даймонд (D. W. Diamond) [73], это связано со снижением затрат на мониторинг, с которыми сталкиваются банки, которые имеют лучший доступ к старшим менеджерам, а также конфиденциальную информацию, которая помогает облегчить проблемы с сигнализацией и агентством. Другие склонны считать, что рынок облигаций является институциональным рынком, что гарантирует выполнение принятых обязательства. В статье В. Айвазян и соавт. [27] выявили, что фирмы с облигационными займами следуют традиционной политике сглаживания дивидендов в стиле Дж. Линтнера [122], где влияние предыдущей выплаты дивидендов очень сильно, а текущий дивиденд относительно нечувствителен к текущим оценкам. В отличие от этого, компании, не имеющие рейтингов облигаций, получают большую часть своих доходов в качестве дивидендов и демонстрируют очень небольшое поведение по сглаживанию дивидендов. Г. и Л. Де Анджело (H. and L. DeAngelo) [68], например, изучили корректировки дивидендной политики 80 фирм NYSE, которые пострадали от финансового кризиса в начале 1980-х годов и обнаружили, что обязательные долговые обязательства объясняли более половины сокращения дивидендов. С. Манси (S. Mansi) и Дж. К. Вальд (J. K. Wald) [128] обнаружили аналогичные результаты, которые варьировались в зависимости от законов штата.

В исследовании П. Брокмана и Е. Унлу [59] изучают влияние прав кредиторов на дивидендную политику. Страна со слабой защитой кредиторов с большей вероятностью будет испытывать потребность в более широких правах контроля кредиторов, включая ограничения по дивидендам, для снижения агентских издержек по долгу. В статье [59] авторы пришли к выводу, что как вероятность, так и размер выплаты дивидендов значительно ниже в странах с ограниченными правами кредиторов. Также там показано, что стоимость долга агентства играет более решающую роль в дивидендной политике, чем ранее документированные затраты на привлечения капитала. А. Гойал (A. Goyal) и С. Макли (C. Muckley) [92], используя выборку из 52 778 наблюдений за 10 месяцев из 10 стран Азии, показывают, что решения о выплатах определяются правами конкурирующих кредиторов и миноритарных акционеров. Однако, в отличие от Брокмана и Унлу, они считают, что хотя кредиторы оказывают значительное влияние на решения о дивидендах, агентские затраты на капитал преобладают. Поскольку в этих двух исследованиях используются разные образцы и показатели прав инвесторов, их результаты трудно сравнивать. Тем не менее, оба показывают, что агентские издержки на долговой механизм и капитал имеют значение при принятии решений о выплате дивидендов.

Помимо анализа правовой защиты миноритарных акционеров, которая является субъектом исследования статьи Р. Ла Порта и др. [116], важен также тип миноритарного акционера и роль доминирующего акционера. Как указывают М. Фассио (M. Faccio), Л. Ланг (L. Lang) и Л. Янг (L. Young) [77]: «В то время как большинство корпораций США с доминирующей формой собственности, в Восточной Азии преобладают компании, контролируемые узкой группой акционеров (семьями), которая часто выполняют роль топ-менеджера. Эти особенности «кланового капитализма» также более выражены в Западной Европе. В обоих регионах основной проблемой агентства является экспроприация внешних акционеров контролирующими акционерами» [78]. Используя выборку фирм из пяти стран Западной Европы и девяти стран Восточной Азии, авторы показали, что в обоих регионах существует несоответствие между правами собственности и правами контроля, но корпорации, связанные с группами, платят более высокие дивиденды, чем в Азии, что снижает экспроприация инсайдеров. Интересно, что присутствие нескольких крупных акционеров ведет к увеличению ставок дивидендов в Европе, но снижает их в Азии.

Также представляется важным, является ли контролирующий акционер физическим или юридическим лицом. В исследовании крупных британских компаний Т. Хан (T. Khan) [112] показывает, что существует отрицательная связь между дивидендной политикой и концентрацией индивидуальной собственности, но положительная связь для собственности страховых компаний. Этот результат согласуется с работой М. Гонсалес (M. Gonzalez), С. А. Молина (C. A. Molina), Е. Пабло (E. Pablo) и Дж. В. Россо (J. W. Rosso) [90], которая считает, что в шести латиноамериканских странах концентрация и состав собственности могут влиять на дивидендную политику, но это зависит от того, является ли владелец лицом, проживающим в стране, или учреждение из страны общего права. Интересно отметить, что М. Ферт (M. Firth), Дж. Гао (J. Gao), Дж. Шен (J. Shen) и Ю. Чжан (Y. Zhang) [84] считают, что в Китае наличие долевого участия в паевых фондах приводит к увеличению выплат дивидендов, в то время как владение другими финансовыми институтами не оказывает влияния.

Агентский подход очень важен для понимания корпоративной дивидендной политики во всем мире. Модели агентских затрат явно зависят от информационной среды так же, как модели сигналов. Для небольших фирм с ограниченным числом акционеров и информированных инвесторов существует меньше проблем с агентством, и у них мало причин использовать дивиденды, чтобы сигнализировать, когда телефонный звонок работает так же хорошо. По мере того, как фирмы становятся больше, с более рассеянной клиентской клиентурой, растущей долей институционального капитала и долгами на публичном рынке, важность дивидендов возрастает как в качестве предварительного обязательства, так и в качестве сигнала. Юридические ограничения в долговых контрактах, последовательные стандарты отчетности и надлежащее управление могут смягчить важность информационной асимметрии.

## 2.3. Важность налогов для дивидендной политики

Вопрос о том, как налоги с корпоративных распределений влияют на экономическое поведение, является центральным для оценки ряда основных вариантов налоговой реформы. Сдвиг в сторону либо налогообложения потребления, либо интеграции корпоративного налога приведет к резкому сокращению налогов, взимаемых с дивидендного дохода. С другой стороны, движение к всеобъемлющему подоходному налогу повысит эффективную налоговую нагрузку на дивиденды. В то время как многие изучают вопрос о том, почему фирмы выплачивают дивиденды, несмотря на соответствующие налоговые санкции, наложенные на многих инвесторов, не было достигнуто единого мнения относительно влияния налогообложения дивидендов на инвестиционные и финансовые решения фирм.

Существует несколько точек зрения по влиянию налогов на оценку дивидендной политики. Первая точка зрения, - «точка зрения на налоговую неприемлемость», утверждает, что вопреки наивным ожиданиям, фирмы, выплачивающие дивиденды, не наказываются на рынке. Она гласит, что из-за различных нюансов в налоговом кодексе инвесторы не требуют дополнительных предналоговых возвратов, чтобы побудить их держать дивиденды с выплатой ценных бумаг. Некоторые инвесторы фактически не облагаются налогом на дивидендный доход. Другие инвесторы, которые сталкиваются с высокими операционными издержками или не облагаются налогом, но сталкиваются с ограничениями расходов на капитал, считают дивиденды более привлекательными, чем прирост капитала по причинам, не связанным с налогами. Эти инвесторы требуют выплаты дивидендов ценными бумагами. Если эта точка зрения верна и фирмы, оплачивающие дивиденды, не наказываются, то головоломки дивидендов нет. Более того, изменения ставок налога на дивиденды или дивидендной политики не должны влиять ни на общую стоимость какой-либо фирмы, ни на ее инвестиционные решения. Таким образом, дивидендные налоги являются неисключительными. Представление о неуместности налогов подразумевает, что снижение налогов на дивиденды не окажет влияния на стоимость акций, решения по корпоративным инвестициям или долгосрочный акционерный капитал.

Второй взгляд на проблему выплаты дивидендов, который также гласит, что дивидендные налоги не оказывают искажающего воздействия - «гипотезой капитализации налогов». Корпоративная завеса заключается в выплате налогооблагаемых дивидендов. Таким образом, рыночная стоимость корпоративных активов равна текущей стоимости дивидендов после налогообложения, которые фирмы должны платить. Более того, поскольку будущие налоги капитализируются в стоимости акций, акционеры безразличны к политике сохранения прибыли или выплаты дивидендов. С этой точки зрения повышение налогов на дивиденды приведет к немедленному снижению рыночной стоимости корпоративного капитала. Однако дивидендные налоги не влияют на предельный стимул фирмы к инвестированию. По сути это единовременные налоги, взимаемые с первоначальных владельцев корпоративного капитала, без искажающего воздействия на реальные решения. Представление о налоговой капитализации подразумевает, что снижение налогов на дивиденды принесло бы неожиданную прибыль акционерам корпораций без изменения стимулов для корпоративных инвестиций.

Третий и более традиционный взгляд на дивидендные налоги рассматривает как дополнительные налоги на прибыль компаний. Несмотря на более высокую налоговую нагрузку на дивиденды, чем на прирост капитала, фирмы получают вознаграждение за выплату дивидендов. Объяснение этой награды неясно; управленческая сигнализация может дать одно обоснование. Поэтому, несмотря на более высокие налоговые обязательства своих акционеров, фирмы могут быть безразличны к незначительным изменениям в выплате дивидендов. Эта точка зрения говорит о том, что бременем для фирм, рассматривающих предельные инвестиции, является общий налог, взимаемый с доходов от инвестиций как на корпоративном, так и на личном уровне. Снижение налога на дивиденды повышает стоимость акций и стимулирует капитальные вложения, поскольку снижает доходность до налогообложения, которую фирмы должны зарабатывать. Таким образом, изменение налога на дивиденды повлияет на долговременную капиталоемкость экономики. С. А. Джеймс (S. James), Д. Блэквел (D. Blackwell), В. Л. Меггинсон (W. L. Megginson) в своей работе [105] рассмотрели влияние налогов на дивидендную политику компаний. Они предоставили уникальные доказательства того, что налоги влияют на относительную оценку дивидендов и прирост капитала, изучая историю цен и конверсию британских инвестиционных трастов, имеющих два класса акций: один класс, платит только дивиденды по акциям, а другой платит только дивиденды наличными. В период анализа: (1) произошли два серьезных изменения в налоговом законодательстве, которые напрямую повлияли на британские акции двойного класса; (2) британские инвестиционные фонды выплачивали одинаковую сумму дивидендов обоим классам акций; (3) инвестиционные фонды выплачивали практически 100% своей прибыли в качестве дивидендов.

Так называемая традиционная точка зрения гласит, что сильное налогообложение дивидендов как на корпоративном, так и на личном уровне - по крайней мере, в Соединенных Штатах дестимулирует корпоративные инвестиции и оказывают значимое влияние на них и стоимость капитала. Дж. Потербой и Л. Саммерс указывают, что «традиционная точка зрения», в рамках которой налог на распределяемый доход рассматривается как «двойной налог» на прибыль, не дает убедительного объяснения в отношении дивидендных выплат [142, 143]. Есть два важных возражения против этой точки зрения.

В одном из возражений, высказанных Миллером и Скоулзом [132], говорится, что инвесторы имеют доступ к различным стратегиям уклонения от уплаты налога на дивиденды, которые позволяют им эффективно избежать налога на дивиденды. По мнению Д. Финберг (D. Feenberg) [81] эта гипотеза не соответствует тому, что на самом деле делают инвесторы. Другое возражение, выдвинул А. Ауэрбах (A. Auerbach) [39], так называемый новый взгляд на дивиденды и налоги, который считает, что деньги должны выплачиваться как дивиденды.

А. Брэйв и др. в своей работе [54] обнаружили, что налоговый недостаток дивидендов и связанное с этим налоговое преимущество выкупа акций имеют значение «второго порядка». Тем не менее, их результаты опроса основаны на ставках налога для инвесторов, а не на ставке налога на прибыль, что гораздо важнее для руководителей высшего звена, которые рассматривают это как стоимость ведения бизнеса. Кроме того, исследования всегда основывались на налоговых ставках, и в период с 2003 по 2013 год налоговые ставки США на дивиденды и прирост капитала составляли 15%. Напротив, в период с 1922 года ставка налога на прибыль с прироста капитала в США достигла пика в 35%, а в отношении дивидендов - в 90%. Конечно, время опроса имеет значение.

В эмпирическом исследовании 1956 года Дж. Линтнер понял, что налоги важны. В 1936 году президент Рузвельт ввел налог на нераспределенную прибыль в размере 20%. Явными целями были активизация «застойных пулов капитала», предотвращение роста корпораций, освобождение акционеров от доминирования менеджмента и предотвращение высоких личных налогов на дивидендный доход. Результатом стало увеличение совокупных дивидендов, которые Линтнер должен был скорректировать в своих эмпирических тестах, с последующими новыми выпусками акций, чтобы «получить» деньги. По сути, налог на нераспределенную прибыль вынудил выплату дивидендов и одновременное предложение безразличия к выпуску акций, подразумеваемое моделью M-M. К сожалению, это вынудило фирмы вернуть свои средства на рынке капитала в 1937–1938 годах, когда рынок США впал в рецессию. В 1938 году ставка налога на нераспределенную прибыль была снижена до 2,5%, а в 1939 году полностью отменена. Чтобы компенсировать утраченные налоговые поступления, в 1938 году все дивиденды были облагаемыми налогом, тогда как ранее они облагались только ставками подоходного налога.

Реакция корпораций на нераспределенный налог на прибыль 1936 года демонстрирует, что налог, как влияющая переменная на дивидендную политику компаний, является статистически значимой. Этот момент подразумевается в исследовании 2005 г. Р. Четти (R. Chetty) и Е. Саез (E. Saez) [64] о воздействии Закона США о сверке рабочих мест и освобождении от уплаты налогов 2003 года, который снизил максимальную предельную ставку налога на дивиденды с 38,6% до 15%. Действительно, Р. Четти и Е. Саез показывают, что закон США 2003 г. побудил большое количество корпораций инициировать или увеличить выплаты дивидендов, и что на этот ответ повлияли налоговые льготы, стоящие перед ключевыми агентами и принципалами, такие как пакеты вознаграждений высшего руководства и налоговый статус крупных институциональных инвесторов.

Аналогичным образом, в 2007 г. Дж. Р. Броун (J. R. Brown), Н. Лианг (N. Liang) и С. Вейсбеннер (S. Weisbenner) [60] показывают, что фирмы, в которых руководители имели более высокую долю владения, с большей вероятностью увеличивали или получали дивиденды после снижения налогов в 2003 году, хотя эти отношения не были значительными в предыдущие годы. Они интерпретируют это как убедительное свидетельство налогового влияния на корпоративную дивидендную политику. Как Де Анджело и соавт. указывают на то, что «особые предпочтения контролирующих акционеров потенциально являются определяющими факторами выплат» [68]. Дж. Л. Блоуин (J. L. Blouin), Дж. С. Рэди (J. S. Raedy) и Д. Шакельфорд (D. Shackelford) [49] анализируют, как Закон США о сверке рабочих мест и освобождении от уплаты налогов повлиял на состав инвесторов и политику выплат. Что касается инвесторов, они считают, что только инсайдеры, а не неисполнительные лица и инвесторы взаимных фондов, корректировали свои портфели, чтобы максимизировать свои доходы после уплаты налогов. Однако в корпоративном плане компании корректировали свою политику выплат постепенно в ответ на снижение налогов.

В целом, в разных странах налогообложение доходов корпораций в руках отдельных лиц колеблется между двумя крайностями. Одной из крайностей является политика США до Закона 2003 г., в которой ставка налога на дивидендный доход обычно была такой же, как и на процентный доход, что приводило к «двойному» налогообложению дохода от акций. Другой крайностью является полная интеграция, при которой либо доход от дивидендов не облагается налогом, либо на индивидуальном уровне вменяется кредит для условного учета корпоративного налога, уплачиваемого от имени акционера. Между этими двумя крайностями некоторые страны использовали частичную интеграцию, часто с налоговым кредитом на дивиденды, применяемым только к дивидендам, полученным от отечественных фирм. А поскольку налоговые режимы меняются, существует множество различных институциональных условий для изучения влияния налогов на дивидендную политику.

Т. Коркемаки (T. Korkeamaki), Е. Лильеблом (E. Liljeblom) и Д. Пастернак (D. Pasternack) [114] исследуют влияние налоговой реформы в Финляндии в 2004 году, когда Финляндия перешла от полностью к частично интегрированной системе. Изменение облагалось налогом в размере 19,6% с ранее не облагаемых налогом дивидендов для частных инвесторов. Поскольку это изменение было широко ожидаемым, фирмы и инвесторы могли заранее отреагировать на его последствия, и они это сделали. Компании увеличили свои дивиденды до реформы, в то время как дивиденды все еще были в значительной степени не облагаемыми налогом, особенно фирмы с большим количеством акционеров пострадали от изменений. После реформы выплаты дивидендов сократились для всех фирм, а выкуп акций значительно увеличился в соответствии с новым налоговым предпочтением прироста капитала.

В статье Р. Херрон (R. Herron) и К. Платт (K. Platt) [99] обнаружили, что плательщики дивидендов асимметрично реагируют на изменения ставки налога на дивиденды. После положительного шока по ставке налога на дивиденды плательщики дивидендов снижают уровни выплаты дивидендов, хотя после отрицательных шоков по ставке налога на дивиденды плательщики дивидендов не увеличивают уровни выплаты дивидендов. Анализ международной группы компаний показал статистически значимую отрицательную связь между ставками налога на дивиденды и выплатой дивидендов. Кроме того, это отрицательное отношение является экономически значимым и существует как для повышения, так и для снижения ставок налога на дивиденды, как больших, так и малых изменений ставки налога на дивиденды, как абсолютных, так и относительных (по отношению к ставкам налога на прирост капитала) изменений ставки налога на дивиденды, как при увеличение, так и при снижении дивидендов и уровни выплаты дивидендов.

В 1987 году Австралия перешла от классической налоговой системы к интегрированной, что привело к противоположному эффекту, поскольку двойное налогообложение доходов от участия в акционерном капитале было отменено. К. Паттенден (K. Pattenden) и Г. Твит (G. Twite) [139] считают, что выплаты дивидендов и начисления увеличились после полной интеграции. Австралийский налоговый кредит на дивиденды напрямую варьировался в зависимости от эффективной налоговой ставки фирмы, а К. Паттенден и Г. Твит показали, что фирмы с более высокими ставками корпоративного налога, имели тенденцию к более высоким выплатам дивидендов и с большей вероятностью начнут дивиденды после введения полной интеграции. Аналогичным образом, в 1986 году Соединенные Штаты резко изменили ставки подоходного налога с доходов как на дивиденды, так и на доходы от прироста капитала до 28%, тогда как ранее дивиденды облагались налогом в размере 50%. В ответ на это увеличились ставки выплаты дивидендов, причем особенно велико увеличение для компаний с низкими выплатами.

Интересно, что хотя эти исследования показывают, что отечественные фирмы корректируют свою дивидендную политику в ответ на налоговые изменения, А. Берд (A. Bird) [48] показывает, что это не относится к канадским налоговым изменениям 2006 года. Хотя эти изменения не затронули освобожденных от налогов канадских инвесторов, иностранные инвесторы значительно снизили ставку для облагаемых налогом канадских инвесторов на величину, сравнимую со снижением налогов в США в 2003 году. Однако, в отличие от результатов США, снижение налога на дивиденды в 2006 году в Канаде оказало лишь слабое влияние на дивидендную политику канадских фирм. Берд связывает это различие с малостью и открытостью канадской экономики и с тем фактом, что большое количество канадских фирм занесено в перекрестный список в Соединенных Штатах, часто с канадским меньшинством. Таким образом, маржинальный инвестор может быть инвестором в США, не затронутым канадскими налоговыми изменениями, а канадские инвесторы являются маржинальными.

У. К. Наимат (U. K. Naimat), У. Куйрат (U. Qurat), С. Аттаулах (S. Attaullah) в своей работе исследуют влияние налогообложение прироста капитала на дивидендную политику компаний в Пакистане. Для этой цели использовались как статические, так и динамические модели данных панели для анализа поведения по выплате дивидендов для выборки из 284 нефинансовых компаний, зарегистрированных на фондовом рынке с 2006 по 2014 годы. Мы используем соотношение дивидендов к совокупным активам в качестве зависимой переменной и налогового бремени вместе с другими контрольными переменными, такими как ликвидность, финансовый леверидж, рентабельность, дивиденды за прошлый год и размер фирмы, в качестве объясняющих переменных. Результаты регрессий показали, что налог на прирост капитала не влияет на выплату дивидендов, в то время как рентабельность, леверидж и дивиденды за прошлый год являются наиболее значимыми факторами, определяющими выплаты дивидендов на пакистанском рынке.

Одним из мотивов изучения влияния налогообложения на дивидендную политику является уникальная система налогообложения в Пакистане. В июле 2010 года прирост капитала был обложен налогом впервые, до этого прирост капитала не облагался налогом, в то время как налогообложение дивидендов было до 10%. Исследования А. Ариф (А. Arif) и Ф. Акбар (F. Akbar) [35]; А. У. Хассан в соавтр. (A. U. Hassan et al.) [96] показывают, что налогообложение негативно влияет на выплаты дивидендов на пакистанских рынках. В других работах [118] говорится, что прирост капитала рассматривается как замена выплаты дивидендов. Предыдущие исследования показывают, что несмотря на то, что до июля 2010 года не было никакого налога на прирост капитала и налогового штрафа в размере 10% удерживаемого налога на дивиденды, все же около 50% перечисленных фирм выплачивали дивиденды в течение последнего десятилетия

М. и М. Джайкоп (M. Jacob, M. Jacob) [103] изучили влияние налогов на решения о выкупе дивидендов и акций в 25 странах в период между 1990 и 2008 годами - комплексный набор данных со значительными колебаниями налоговых санкций по странам и с течением времени. Так как налоговое законодательство имеет тенденцию быть очень сложным и специфичным для страны, они использовали меру штрафа по налогу на дивиденды, которая измеряет налогообложение дивидендов по сравнению с приростом капитала. Они считают, что штраф за дивиденды отрицательно (положительно) связан со склонностью фирмы выплачивать дивиденды (выкупить акции), а также с размером выплаты. Их результаты являются экономически и статистически значимыми даже после того, как они контролируют различные характерные для фирмы и страны характеристики, а также фиксированные эффекты как по отрасли, так и по году фирмы. Хотя они оценивают меньший налоговый эффект, чем было обнаружено в предыдущих исследованиях, их оценка ближе к исторической долгосрочной оценке налоговой эластичности дивидендов.

## 2.4. Влияние жизненного цикла на дивидендную политику

Теория дивидендов жизненного цикла фирмы основана на представлении о том, что по мере развития фирмы ее способность генерировать денежные средства превосходит ее способность находить выгодные инвестиционные возможности. В конце концов, оптимальный выбор для фирмы - распределить свой свободный денежный поток среди акционеров в форме дивидендов.

Согласно теории дивидендов жизненного цикла фирмы, молодая фирма сталкивается с относительно большим набором инвестиционных возможностей, но не является достаточно прибыльной, чтобы быть в состоянии удовлетворить все свои финансовые потребности за счет внутренних денежных средств. Кроме того, он сталкивается с существенными препятствиями в привлечении капитала из внешних источников. В результате фирма будет экономить денежные средства, отказываясь от выплаты дивидендов акционерам. Со временем, после периода роста, фирма достигает стадии зрелости в своем жизненном цикле. На этом этапе набор инвестиционных возможностей фирмы уменьшается, ее рост и прибыльность сглаживаются, систематический риск снижается, и фирма генерирует больше денежных средств внутри компании, чем она может выгодно инвестировать. В конце концов, фирма начинает выплачивать дивиденды, чтобы распределить свою прибыль среди акционеров. Степень, в которой зрелая фирма распределяет прибыль между акционерами, а не вкладывает их внутри страны, зависит от степени, в которой интересы ее руководителей совпадают с интересами ее акционеров.

Теория дивидендов в течение жизненного цикла предсказывает, что фирма начнет выплачивать дивиденды, когда ожидается, что в будущем ее темпы роста и рентабельность снизятся. Это резко контрастирует с сигнальной теорией дивидендов, которая предсказывает, что фирма будет выплачивать дивиденды, чтобы сигнализировать рынку, что перспективы ее роста и прибыльности улучшились. Эмпирические данные об инициировании и изменении дивидендов в целом подтверждают теорию жизненного цикла дивидендов, но противоречат теории сигнализации. Бенарци, Михаэли и Талер (1997) обнаружили, что увеличение дивидендов не сопровождается увеличением темпов роста прибыли, в то время как сокращение дивидендов связано с улучшением темпов роста. Г. Груллон, Р. Михаэли, и Б. Сваминатан (2002) считают, что прибыльность фирмы снижается после увеличения дивидендов и увеличивается после уменьшения дивидендов.

Булан, Субраманян и Танлу (2007) считают, что фирмы начинают дивиденды после достижения зрелости в своих жизненных циклах. Инициаторами являются фирмы, которые выросли больше, стали более прибыльными, имеют большие денежные резервы и имеют меньше возможностей для роста, чем не инициаторы на той же стадии своего жизненного цикла. Они также обнаруживают, что никакого значительного улучшения рентабельности или роста не происходит вокруг инициации. Г. и Л. Де Анджело и Штульц (2006) считают, что вероятность того, что фирма выплачивает дивиденды, в значительной степени связана со смешанным (внутренне) заработанным капиталом и (внешне) вложенным капиталом в его структуре капитала. Фирмы с большей долей заработанного капитала чаще становятся плательщиками дивидендов. Доказательства изменения системного риска вокруг дивидендных изменений неоднозначны. В то время как Г. Груллон и др. (2002) обнаружили, что фирмы, увеличивающие дивиденды, испытывают снижение систематического риска, Булан и др. (2007) обнаружили, что систематический риск не уменьшается после начала дивидендов.

Мюллер (1972) предложил формальную теорию о том, что фирма имеет относительно хорошо определенный жизненный цикл, который является фундаментальным для теории дивидендов жизненного цикла фирмы. Основное внимание он уделяет проблеме агентства внутри фирмы, а именно вопросу о том, максимизирует ли руководство фирмы акционерную стоимость или преследует ли она рост ради самой фирмы и переоценивает ли активы, противоречащие интересам акционеров. Он четко признает последствия анализа для дивидендной политики и обсуждает эмпирические данные о предпочтениях акционеров в отношении дивидендов в этом контексте. Таким образом, изучение теории жизненного цикла фирмы, предложенной Мюллером, имеет смысл.

Опираясь на работы Найта (1921) и Шумпетера (1934), Мюллер (1972) утверждает, что фирма берет свое начало в попытке использовать инновации, связанные с новым продуктом, процессом, маркетингом или организационной техникой. На начальных этапах фирма инвестирует все имеющиеся ресурсы в развитие инноваций и повышение их прибыльности. Рост фирмы, вероятно, будет медленным, пока она успешно не решит «проблемы с прорезыванием зубов» и не закрепится на рынке. После этого предприятие будет быстро расти, поскольку оно выходит на новые рынки и расширяет клиентскую базу, прежде чем возникнет какая-либо серьезная конкуренция. Агентская проблема либо отсутствует, либо незначительна на этих начальных этапах по трем причинам. Во-первых, у фирмы так много возможностей для выгодных инвестиций, что стремление к росту также согласуется со стремлением к прибыли. Во-вторых, неспособная удовлетворить все свои финансовые потребности за счет внутреннего генерирования денежных средств, фирма вынуждена использовать внешние рынки капитала и поэтому подвергается мониторингу рынка и дисциплине. В-третьих, предприниматель или управляющий по-прежнему сохраняет достаточно высокую долю акций фирмы, чтобы его интересы соответствовали интересам других поставщиков капитала.

Через некоторое время конкуренты начинают выходить на рынок, внедряя и совершенствуя инновации новаторской фирмы. По мере насыщения существующих рынков и поиска новых рынков рост фирмы начинает замедляться. Чтобы поддерживать рост и прибыльность, фирма должна генерировать инновации. Однако, по мере того как фирма растет как организация, ее способность обрабатывать информацию ухудшается, а побудительные мотивы среднего менеджера снижаются. Эти факторы накладывают ограничения на способность крупной фирмы расти за счет инноваций. В результате фирма в итоге достигает точки, в которой ей не хватает выгодных инвестиционных возможностей для денежных средств, полученных от ее существующих операций. На этом зрелом этапе компания, максимизирующая акционерную стоимость, начнет распределять свою прибыль среди акционеров. В конечном счете, когда все существующие операции фирмы становятся на грани убыточности, фирма, максимизирующая стоимость, ликвидирует все активы и распределяет выручку среди своих акционеров. Однако, когда менеджеры фирмы не стремятся к строгой максимизации стоимости, а скорее заинтересованы в расширении размера фирмы, чтобы получать выгоды и другие вознаграждения, распределение прибыли среди акционеров будет отклоняться от оптимальной политики. Таким образом, согласно теории жизненного цикла, предложенной Мюллером (1972), типичная фирма будет демонстрировать S-образную модель роста с периодом медленного роста при запуске, ведущим к периоду быстрого роста и в итоге к зрелости и стагнации или медленный рост.

До недавнего времени лишь немногие исследования непосредственно проверяли теорию дивидендов жизненного цикла фирмы. Большинство исследований было сосредоточено на других теориях дивидендной политики, таких как гипотезы о сигнализации и клиентуре, при этом большинство данных противоречило прогнозам этих теорий. Недавний интерес к теории дивидендов в течение жизненного цикла, возможно, можно проследить в исследовании Фамы и Френча (2001) о поведении американских компаний, торгуемых на бирже, в отношении выплаты дивидендов. Они исследуют модели и детерминанты политики выплат за период 1926–1999 гг. Их результаты указывают на факторы жизненного цикла, играющие основную роль в принятии решения о выплате денежных дивидендов. В частности, их результаты показывают, что фирмы, выплачивающие дивиденды, являются крупными и высокодоходными. Эти фирмы имеют нераспределенную прибыль, достаточную для покрытия их капиталовложений. С другой стороны, фирмы, которые никогда не выплачивали дивиденды, являются небольшими и не такими прибыльными, как фирмы, платящие дивиденды. Эти фирмы имеют много инвестиционных возможностей, которые требуют внешнего финансирования, потому что их капитальные затраты намного превышают их доходы. Таким образом, фирмы, выплачивающие дивиденды, имеют характеристики зрелых фирм, тогда как фирмы, которые никогда не выплачивали дивиденды, имеют характеристики молодых быстрорастущих фирм.

Кроме того, Фама и Френч (2001) считают, что склонность к выплате дивидендов уменьшилась в последние десятилетия их выборки и объясняют это, отчасти, увеличением числа новых листингов после 1978 года, когда в новых списках доминируют фирмы с большими инвестиционными возможностями низкая рентабельность и высокие темпы роста (т.е. фирмы на ранней фазе быстрого роста своих жизненных циклов). Таким образом, это исследование показывает значительную связь между общими структурами выплаты дивидендов и характеристиками фирмы, которые определяют стадию жизненного цикла фирмы.

Г. и Л. Де Анджело (2006) пытаются явно проверить теорию жизненного цикла дивидендов, анализируя взаимосвязь между склонностью к выплате дивидендов и сочетанием заработанного и внесенного капитала. Они измеряют соотношение заработанного и вложенного капитала как отношение нераспределенной прибыли к общей величине собственного капитала или общих активов фирмы. Они утверждают, что это соотношение является хорошим показателем для стадии жизненного цикла фирмы, поскольку оно отражает степень, в которой фирма полагается на внутренний генерируемый и внешний капитал. Когда фирмы находятся в фазе быстрого роста, они в значительной степени полагаются на внешние источники для финансирования своих инвестиций, потому что их доходная способность низкая. Следовательно, это соотношение будет низким для молодых быстрорастущих фирм. В противоположность этому, у компаний, находящихся на зрелой стадии, будут большие денежные потоки и ограниченные инвестиционные возможности, и они будут в основном самофинансироваться. Следовательно, для зрелых фирм это соотношение будет высоким. Авторы проверяют теорию дивидендов в течение всего жизненного цикла фирмы, соотнося склонность к выплате дивидендов к совокупности нераспределенной прибыли и вложенного капитала.

Используя выборку публично торгуемых американских фирм в период 1972–2002 гг., Г. и Л. Де Анджело (2006) найти поддержку теории. Они документируют положительную связь между долей фирм, выплачивающих дивиденды, и соотношением нераспределенной прибыли к общей сумме капитала и совокупных активов, после учета таких характеристик фирмы, как прибыльность, рост, размер фирмы, леверидж, остатки денежных средств и история дивидендов. Таким образом, фирма, скорее всего, станет плательщиком дивидендов, когда ее основным источником финансирования является внутренняя выручка. Они также находят аналогичные результаты для начисления и упущения дивидендов.

Денис и Особов (2008) распространяют доказательства на пять других стран, а именно на Канаду, Великобританию, Германию, Францию и Японию. В этих пяти странах, а также в Соединенных Штатах, они считают, что склонность выплачивать дивиденды тесно связана с отношением нераспределенной прибыли к общему капиталу. Тем не менее, Меггинсон и Фон Эйе (2008) сообщают об отсутствии такой связи между отношением нераспределенной прибыли к общему капиталу и склонностью выплачивать дивиденды при изучении дивидендов и выкупов у фирм, зарегистрированных в пятнадцати странах Европейского союза. Но они считают, что возраст фирмы, ее размер и доходность в прошлом положительно связаны со склонностью выплачивать дивиденды, как предсказывает теория жизненного цикла.

Скиннер (2007) изучает корпоративную политику выплат, включая дивиденды и выкуп, и обнаруживает, что фирмы все чаще используют выкупы вместо дивидендов для выплаты денежных потоков. Он считает, что для большой группы фирм, которые выплачивают прибыль с помощью дивидендов и выкупов, уровень выкупа определяется доходами за два или три года, что поддерживает теорию жизненного цикла. Тем не менее, годовые отношения слабее, что заставляет Скиннера предлагать менеджерам время выкупа в этих окнах на основе других соображений, таких как использование низкой цены акций, компенсация разводнения, связанного с опционами на акции сотрудников, управление отчетными доходами и распределение прибыли лишние деньги.

Груллон и соавт. (2002) предлагают, чтобы зрелость фирмы и сопровождающее ее снижение систематического риска имели важные последствия для дивидендной политики. Повторяя рассуждения, рассмотренные в предыдущих разделах, они утверждают, что зрелость фирмы связана с высокими денежными потоками, но меньшими инвестиционными возможностями. В то же время наблюдается снижение систематического риска для фирмы, так как количество вариантов роста, включая сложные варианты, имеющиеся у фирмы, уменьшилось. Следовательно, по мере взросления фирмы рост ее прибыли будет замедляться, а ее систематический риск и доходность (доходность активов) будет снижаться. Это, в свою очередь, приводит к снижению ставки реинвестирования (реинвестирования нераспределенной прибыли) фирмы и увеличению выплаты дивидендов. Таким образом, увеличение выплаты дивидендов сигнализирует о переходе фирмы из фазы быстрого роста в фазу низкого роста или зрелую фазу в ее жизненном цикле. Эффект объявления изменений дивидендов, в частности, положительной реакции цены акций на увеличение дивидендов, затем объясняется изменением системного риска, а не прибыльности.

Чтобы проверить их гипотезу зрелости или то, что по существу является теорией дивидендов жизненного цикла фирмы, Груллон и др. (2002) используют выборку компаний, зарегистрированных на бирже в Нью-Йорке (NYSE) и Америке (AMEX), которые увеличивали или уменьшали свои дивиденды в период 1967–1993 гг. Одним из их основных выводов является наличие взаимосвязи между изменениями дивидендов и изменениями риска. Они показывают, что систематический риск снижается для фирм, увеличивающих дивиденды, и увеличивается для фирм, снижающих дивиденды. Кроме того, они находят значительную связь между положительным эффектом объявления, связанным с увеличением дивидендов и снижением систематического риска фирмы. С точки зрения прибыльности Груллон и др. утверждали, что после увеличения дивидендов рентабельность активов фирм, увеличивающих дивиденды, снижается. Таким образом, их данные подтверждают теорию жизненного цикла фирмы. Увеличение дивидендов сигнализирует о снижении риска и прибыльности, поскольку фирма достигла более зрелой стадии своего жизненного цикла.

Эмпирические тесты традиционных сигнальных теорий о дивидендах основаны на содержании информации об изменении дивидендной политики. Если, действительно, увеличение или уменьшение дивидендов представляют собой существенные изменения в характеристиках фирмы, то должны быть еще более существенные изменения в характеристиках фирмы вокруг инициирования дивидендов, поскольку инициации, по определению, происходят только один раз в жизненном цикле фирмы. Это предпосылка анализа Булана и др. (2007) о сроках начала выплаты дивидендов в жизненном цикле фирмы. Они изучают, как характеристики фирмы развиваются с течением времени, когда фирма движется к начислению дивидендов. Авторы оценивают склонность фирмы к начислению дивидендов в зависимости от характеристик фирмы по сравнению с другими фирмами, которые находятся на той же стадии своего жизненного цикла, но никогда не выплачивали дивиденды. Их данные охватывают публично торгуемые корпорации США в период 1963–2001 гг.

Булан и др. (2007) занимались поиском доказательств в поддержку теории дивидендов жизненного цикла фирмы. Инициаторами дивидендов являются фирмы, которые крупнее, более прибыльны и имеют более высокие остатки денежных средств, но имеют меньше возможностей для роста, чем фирмы на той же стадии жизненного цикла, которые никогда не выплачивали дивиденды. Таким образом, инициаторы дивидендов являются зрелыми фирмами. Они находят дополнительные доказательства зрелости фирмы в типе политики выплат, которую принимают фирмы. Предыдущая работа Джаганатан (Jagannathan), Стефенс (Stephens) и Вейсбех (Weisbach) (2000), Гайя (Guay) и Харфорд (Harford) (2000) показывает, что фирмы используют выкуп акций для выплаты волатильных денежных потоков, но используют регулярные денежные дивиденды для выплаты постоянных денежных потоков. Их данные свидетельствуют о положительной взаимосвязи между выкупной деятельностью и вероятностью получения дивидендов (то есть повторные выкупы показывают, что фирма движется к погашению по мере стабилизации денежных потоков). В конечном итоге фирма выплачивает свои избыточные денежные потоки в виде денежных дивидендов.

Вопреки Груллона и др. (2002) доказательств увеличения дивидендов, Булан и др. (2007) не нашли доказательств, полностью подтверждающих аспект сигнализации о риске в теории дивидендов жизненного цикла. В то время как фирмы, которые инициируют дивиденды, являются зрелыми фирмами, они показывают, что само событие инициирования дивидендов не сигнализирует об изменении характеристик жизненного цикла фирмы. Они обнаружили, что нет существенной разницы в росте продаж или риске в периоды до и после инициации. Кроме того, Булан и др. не сообщают о том, что факторы жизненного цикла объясняют положительную реакцию рынка на объявления о выплате дивидендов. Вместо этого их результаты показывают, что фирмы выбирают подходящее время для выплаты дивидендов по достижении срока погашения. Это подходящее время для начисления дивидендов зависит от настроения рынка по акциям, выплачивающим дивиденды, измеренных дивидендной премией Бакер и Вуглер (2004).

Фирмы проходят через форму жизненного цикла: они начинают, если успешные быстро растут, созревают, а затем сталкиваются с усилением конкуренции и иногда умирают. На протяжении всего этого жизненного цикла меняются бизнес-риски, доходность, структура активов, налоговый статус, структура собственности и доступ к финансированию. Подход M-M ничего не говорит о влиянии жизненного цикла фирмы на дивидендную политику, но это влияние подразумевается в большинстве предыдущих обсуждений и явно отражено в литературе о чувствительности денежных потоков.

Майерс (1999), например, показывает, что важность учредителя зависит от жизненного цикла фирмы, равно как и введение профессионального управления и внешнего финансирования, поэтому разделение собственности и контроля увеличивается. Кроме того, младшие фирмы, более вероятно, будут в плену для банковского финансирования; и Л. Ален (L. Allen), А. Готтесман (А. Gottesman), А. Сандерс (А. Saunders) и Ю. Танг (У. Tang) (2012) считают, что чем больше полагается на (информированное) банковское долговое финансирование, тем меньше вероятность того, что фирма выплатит или увеличит дивиденды, что согласуется с результатами В. Айвазян и др. (2006) и с моделями сигнализации и агентства.

Айвазян в соавтр. (2003) провели анализ плательщиков дивидендов на восьми развивающихся рынках. Они включали переменную делового риска и контролировали материальную ценность активов на том основании, что молодые фирмы обычно имеют меньшую долю материальных активов, но с возрастом превращают возможности роста в прибыльные активы. Они считают, что плательщики дивидендов на этих восьми рынках отреагировали так же, как контрольная выборка американских фирм: малые, менее прибыльные фирмы с меньшими долгами и большими возможностями роста, и большим деловым риском реже выплачивали дивиденды, и когда они это сделали было меньше. Критически, однако, они обнаружили, что чувствительность к этим независимым переменным была менее стабильной, чем для контрольной выборки американских фирм. Более того, как Бут, Айвазян, Демиргук-Кунт и Максимович (2001) в своем анализе структуры капитала, Айвазян в соавтр. Выясните, что фиктивная переменная страны объясняет столько же, сколько и эти независимые переменные, указывая на то, что значимые переменные отсутствуют в их межстрановом анализе.

Глядя на важность характеристик фирмы, является косвенным подходом к жизненному циклу. Тем не менее, существует более прямой подход, поскольку мы можем ожидать, что на раннем этапе большая часть прибыли фирмы будет сохранена внутри фирмы для финансирования роста. В результате состав акционерного капитала изменится. Первоначально он будет состоять в основном из вложенного капитала, и, поскольку фирма несет убытки при построении своего бизнеса, отношение совокупной нераспределенной прибыли к акционерному капиталу будет отрицательным. Однако, если фирма добьется успеха, она в итоге будет получать прибыль, а доля накопленной нераспределенной прибыли будет увеличиваться и в итоге станет положительной. Для крупных, давно зарекомендовавших себя стабильных фирм совокупная нераспределенная прибыль (НРП) будет составлять большую часть акционерного капитала, тогда как для небольших незрелых фирм НРП будет низкой или отрицательной. Таким образом, коэффициент накопленной нераспределенной прибыли является полезным показателем для стадии жизненного цикла фирмы и ее возраста.

Альтман (1968) использовал НРП в качестве прокси для риска в прогнозировании банкротства, так как бизнес-риск, как правило, высок для молодых, незрелых фирм и уменьшается по мере увеличения прибыльности в течение жизненного цикла. Однако он также использовался в качестве детерминанта дивидендной политики Г. и Л. Де Анджело, Штульц (2006). Они считают, что высокий показатель НРП связан с выплатой дивидендов промышленным фирмам США даже после того, как они контролируют прибыльность, рост, размер, общий капитал и остатки денежных средств. Они также обнаружили, что доля фирм в стандартных корпоративных базах данных с отрицательной нераспределенной прибылью резко возросла с 12% в 1978 году до 50% в 2002 году, что явно связано с сокращением числа фирм, выплачивающих дивиденды.

Брокман и Унлу (2011) изучили подход к дивидендной политике на основе жизненного цикла. Их особое внимание было уделено влиянию качества раскрытия информации в 31 стране на корпоративную дивидендную политику. Они находят последовательные доказательства того, что фирмы инициируют или увеличивают выплаты дивидендов по мере увеличения их НРП, с противоположным выводом для фирм с уменьшением НРП. Как и Де Анджело и др. они находят интересные U-образные отношения с раскрытием информации: когда уровень раскрытия низкий или непрозрачные фирмы платят дивиденды, чтобы создать репутацию, в соответствии с предположением Майерса, но фирмы также платят дивиденды, когда уровень раскрытия высокий.

Теория дивидендов жизненного цикла фирмы связывает оптимальную дивидендную политику фирмы с тем, где она находится в своем жизненном цикле. Основная модель заключает в себе суть теории. Фирма определяет свою оптимальную дивидендную политику по взаимосвязи между ее рентабельностью собственного капитала (ROE) и стоимостью капитала (k), которая, в свою очередь, определяется стадией жизненного цикла фирмы. Молодая фирма на стадии высокого роста имеет много выгодных инвестиционных возможностей, но мало денежных потоков. Таким образом, ROE фирмы> k и оптимальный коэффициент выплат равен нулю. Зрелая фирма имеет высокие денежные потоки, но гораздо меньше инвестиционных возможностей. Таким образом, ROE фирмы <k и оптимальный коэффициент выплат составляет 100 процентов. Теория предсказывает, что компромисс между затратами и выгодами привлечения нового капитала в связи с его набором инвестиционных возможностей определяет изменения в дивидендной политике. Более конкретно, теория предсказывает, что фирма начнет выплачивать дивиденды, когда она перейдет из фазы с высоким ростом в фазу зрелого (более медленного роста) в своем жизненном цикле. Снижение темпов роста, прибыльности и риска фирмы обычно указывает на этот переход. Следовательно, изменение в дивидендной политике сигнализирует об изменении жизненного цикла внутри фирмы.

В работе Савченко Е. О. [16] проведенный анализ дал основания выдвинуть гипотезу о связи теории жизненного цикла с дивидендными выплатами. По итогам эмпирической проверки было установлено, что в отношении выплачивающих дивиденды компаний индекса Nasdaq 100 не представляется возможным применить положения о том, что показатели зрелости, определяемые как соотношения между нераспределенной прибылью и общим размером акционерного капитал и нераспределенной прибылью и общим размером актива, оказывают влияние на величину выплачиваемых дивидендов. С помощью регрессионного анализа расчеты автор пришел к выводу, что дивидендная политика компаний зависит от следующих факторов: (1) показателя нераспределенной прибыли предыдущего года; (2) показателя общего размера активов предыдущего года; (3) показателя чистой прибыли предыдущего года

В целом эмпирические данные поддерживают теорию дивидендов в течение жизненного цикла фирмы с точки зрения склонности к выплате дивидендов и характеристик жизненного цикла. Фирмы на ранних этапах своего жизненного цикла редко выплачивают дивиденды, в то время как фирмы, находящиеся на зрелом этапе, могут быть плательщиками дивидендов. Кроме того, решение о выплате первого регулярного денежного дивиденда обычно принимается в зависимости от достижения срока погашения. Другие факторы, не предсказанные этой теорией, похоже, определяют точные сроки начала выплаты дивидендов. Доказательства более неоднозначны в отношении сигнального аспекта теории, согласно которой изменения в дивидендной политике сигнализируют о том, что фирма перешла от одной стадии жизненного цикла к другой.

## 2.5. Тенденции в корпоративной дивидендной политике

Корпоративная дивидендная политика относится к политике выплат, которой придерживается компания при определении размера и схемы распределения денежных средств среди акционеров с течением времени. Исследование корпоративной дивидендной политики привлекло наибольшее внимание экономистов с момента появления теоремы Миллера и Модильяни (1961) о несоответствии дивидендов. На основе ряда совершенных допущений на рынке капитала (например, отсутствие налогов, трансакционных и агентских издержек, а также бесплатной и полной доступности информации) теорема о несоответствии дивидендов утверждает, что в мире с полной конкуренцией инвестиционная политика является единственным определяющим фактором фирмы Стоимость и дивидендная политика не играют никакой роли в определении стоимости фирмы. За прошедшие годы, ослабив все эти нереалистичные предположения, сделанные М-М (1961), было проведено большое количество исследований по дивидендной политике фирм, чтобы ответить на два широких вопроса исследования, таких как: (1) влияет ли дивидендная политика на стоимость фирмы и (2) каковы основные факторы, определяющие дивидендную политику компании?

Обсуждение выше было сосредоточено на различиях в выплате дивидендов между фирмами и странами, но нет никаких оснований полагать, что эти модели постоянны во времени. Важнейшей особенностью как сигнальных, так и агентских стоимостных моделей является наличие информационной асимметрии, которая побуждает фирмы сигнализировать о своем истинном уровне прибыли или о своем намерении вести себя так, как того хотят инвесторы в долговые обязательства и акции. По мере развития финансовой системы можно ожидать, что эти асимметрии уменьшатся, например, благодаря улучшению раскрытия информации или регулирования (Л. Хаил и др., 2014). Следовательно, как сигнальные, так и модели агентских затрат могут предсказать снижение выплат дивидендов, поскольку финансовая система становится более сложной. Однако до тех пор, пока Фама и Френч (2001) не провели значительных исследований изменений в дивидендной политике с течением времени.

Большинство исследований американских фирм основано на базах данных корпоративного уровня, таких как «Compustat». В новом феномене листинга, отчасти в ответ на значительную прибыль на этапе венчурного капитала, фондовые биржи конкурировали за то, чтобы привлечь больше незрелых компаний. Результатом является то, что «Compustat» за годы, предшествовавшие началу XXI века, включает в себя все больше незрелых фирм с характеристиками, не относящимися к дивидендам, как это показывают Г. и Л. Де Анджело, Скиннер (2004). В интересной статье Фама и Френч (2001) показано, что склонность выплачивать дивиденды резко снижается в период с 1978 по 1999 год; в то время как 66,5% перечисленных фирм выплатили дивиденды в 1978 году, только 20,8% сделали это в 1999 году. Фама и Френч считают, что снижение склонности к оплате частично объясняется изменениями характеристик перечисленных фирм, таких как размер, соотношение балансовой к рыночной стоимости, рост активов и прибыльности. Однако даже после учета этих характеристик склонность к выплате дивидендов все еще снижается, и это явление, которое Фама и Френч называют «исчезающими дивидендами». Г. и Л. Де Анджело, и Скиннер (2004) проясняют природу исчезающих дивидендов. Они утверждают, что предложение дивидендов в долларах не имитирует тенденцию исчезновения дивидендов, что указывает на то, что со временем дивиденды стали более концентрированными среди меньшего числа плательщиков. Груллон и Микаэли (2002) также сообщают, что общие денежные выплаты акционерам в форме выкупа и дивидендов не снизились. Они связывают свои выводы с компенсирующим ростом выкупа после принятия в ноябре 1982 г. положений о ценных бумагах для фирм, осуществляющих выкуп. Джулио и Икенберри (2004) считают, что тенденция исчезновения дивидендов начинает меняться после 2000 года, а Четти и Саез (2005) исследуют роль снижения налога на дивиденды в 2003 году в этой тенденции.

Бут (2003) показывает, что совокупная выплата дивидендов фактически увеличилась, и что ни дивиденды, ни доходы, представленные в счетах национального дохода и продукции США (NIPA), ни данные «Standard and Poor's» для фирм, включенных в индекс S&P 500, не показали тенденцию к снижение совокупных дивидендных выплат или выплат. Бейкер и Вурглер (2004) дают другое объяснение того, почему фирмы платят дивиденды, предлагая новую теорию дивидендной политики. В своей теории удовлетворение предпочтений инвесторов о дивидендах Бейкер и Вурглер (2004) предполагают, что менеджеры фирм рационально удовлетворяют изменяющийся во времени спрос инвесторов на дивиденды, выплачивая дивиденды инвесторам, когда они ставят премию за акции, выплачивающие дивиденды, и наоборот. Они строят регрессионные модели, отражающих дивидендную премию, чтобы показать изменения во времени спроса инвесторов на дивиденды. Бейкер и Вурглер (2004) находят позитивную связь между ставкой дивидендов и дивидендной премией, а также отмечают, что склонность выплачивать дивиденды, как это предлагается в Фама и Френч (2001), напрямую связана с дивидендной премией.

Эконометрический анализ данных Бейкер и Вурглер проводился за период с 1962 по 1999 год, используя переменную «дивидендная премия». Это определяется следующим образом. Каждый год рассчитывалось средневзвешенное значение балансовой стоимости для плательщиков дивидендов и среднее для неплательщиков. Дивидендная премия — это разница между этими средними значениями. Используемое соотношение рынка к балансу определялось с использованием цены акций на конец календарного года, а не цены на конец финансового года, но в остальном соответствует определению, данному выше.

Бейкер и Вурглер (2002) считают, что эта переменная в значительной степени коррелирует с другими вероятными показателями спроса инвесторов на дивиденды, включая высокую корреляцию с переменной дивидендной премии и значительную положительную корреляцию со средним эффектом объявления дивидендов. Это также отрицательно коррелирует с будущей доходностью портфеля плательщиков и неплательщиков (хотя формальные прогностические отношения там не установлены). Эти корреляции предполагают, что переменная дивидендная премия, хотя и является довольно грубой, является разумным показателем для измерения относительного спроса инвесторов на плательщиков.

По результатам работы была установлена тесная эмпирическая связь между склонностью выплачивать дивиденды и теорией предпочтений инвесторов. Во-первых, Бейкер и Вурглер применили методологию Фама и Френч (2001) к более ранним данным, чтобы выявить тенденции в склонности платить между 1963 и 2000 годами. Во-вторых, было показано, что тенденции связаны с соответствующим колебанием в стимулах общественного питания, где последняя измеряется переменной дивидендной премии от Бейкер и Вурглер (2002).

Обзор исторических статей из финансовой прессы показывает, что фирмы могут удовлетворить спрос на основе настроений. Дивиденды, как правило, исчезают во время явного подъема акций роста и вновь появляются после обвалов таких акций. В большинстве предыдущих исследований изучалось влияние теории предпочтений инвесторов на решения по дивидендной политике на развитых рынках капитала, таких как США (Бейкер и Вурглер; Джулио и Икенберри; Хоберт и Прабхала; Ли и Лие; Кайл, Кини, и Пайн) и в некоторой степени в Великобритании (Феррис, Шен и Юи, 2006), в то время как мало исследований, посвященных влиянию дивидендов на развивающиеся рынки капитала (Тангитпром, 2013). Кроме того, эмпирические результаты предыдущих исследований неоднозначны и далеко не убедительны, чтобы объяснить, влияет ли желание инвесторов на получение дивидендов на решения о выплате дивидендов. Поэтому важно протестировать теорию предпочтения дивидендов на развивающихся рынках капитала, таких как Индия, и выяснить, может ли теория предпочтений дивидендов объяснить решения по дивидендной политике.

В работе Дж. Хоберт и др. рассматривают феномен исчезающих дивидендов через риск. Были проведены два набора тестов. Первый проведенный тест доказывает, что риск является как статистически, так и экономически значимым и объясняет примерно 40% загадки исчезающих дивидендов. Второй тест объясняет исчезновения дивидендов. Теория предпочтения инвесторов предсказывает, что изменения дивидендов должны объяснять изменения в склонности выплачивать дивиденды, и как следствие, что инвесторы должны получать отрицательную долгосрочную доходность по мере исчезновения волатильности. Джулио и Икенберри (2004) обнаружили, что доля фирм, выплачивающих дивиденды, снизилась с 32% в 1984 году до 15% в 2001 году, и эта тенденция изменилась, когда доля фирм, выплачивающих дивиденды, неуклонно росла до 20% к 2004 году, но не нашла убедительных доказательства гипотезы о предпочтениях инвесторов. Феррис и соавт. (2006) показывают, что склонность выплачивать дивиденды в Великобритании снизилась в течение 1988–2002 гг., и это может быть связано с изменением стимулов теории предпочтений. Исследуя, влияет ли спрос инвесторов на выплату дивидендов, Хсие (Hsieh) и Ванг (Wang) (2006) изучают факторы, влияющие на корпоративную политику выплат для типовых промышленных фирм в США. Они обнаруживают, что дивидендная премия, отражающая спрос инвесторов на дивиденды, существенно положительно влияет на коэффициент выплаты дивидендов.

Кайл и др. (2012) находят доказательства для большинства основных теорий дивидендной политики, таких как остаточные, транзакционные издержки, налоговая клиентура, агентство и сигнализация в их логистической регрессии на различном уровне в течение 1979-1998 гг. Кроме того, они исследуют теорию предоставления дивидендов Бейкер и Вурглер (2004) и находят положительную корреляцию между премией по дивидендам, показателем настроения инвесторов в отношении дивидендов и решением о назначении дивидендов и, таким образом, поддерживают теорию предпочтений дивидендов. Изучение выборки нефинансовых и некоммерческих фирм в течение 1963–2000 гг. Ли и Ли (2006) показывают, что дивидендная премия на фондовом рынке, которую инвесторы вкладывают в дивиденды, оказывает существенное положительное влияние на решение об изменении дивидендов и величину решение об изменении дивидендов. Кроме того, они считают, что дивидендная премия влияет на реакцию фондового рынка на изменение дивидендов, и при принятии решения об изменении уровня дивидендов менеджеры, удовлетворяющие спрос инвесторов на дивиденды, вознаграждаются рынком капитала.

В нескольких исследованиях изучалось, существует ли изменяющаяся структура дивидендов, наблюдаемая в Соединенных Штатах, в других странах. Денис и Особов (2008) исследовали выплаты дивидендов отдельно в пяти развитых странах (Великобритания, Япония, Германия, Франция, Канада), с США в качестве контроля, за период 1989-2002 гг. Они обнаружили, что, как и в Соединенных Штатах, более крупные и более прибыльные фирмы с большим НРП с большей вероятностью будут выплачивать дивиденды, а у большего числа фирм, зарегистрированных на бирже, в более позднюю часть периода выборки были характерны плательщики, не относящиеся к дивидендам. Тем не менее, снижение склонности к выплате дивидендов было меньше во всех пяти странах, чем в Соединенных Штатах, а в некоторых странах оно не было устойчивым. Снижение было вызвано вновь зарегистрированными фирмами с характеристиками плательщика дивидендов, которые затем не смогли начать выплачивать дивиденды. Учитывая их сходящиеся доказательства, Денис и Особов утверждали, что не было систематических изменений в дивидендной политике для компаний в этих пяти странах.

В. Эйджи и Меггинсон (2008) изучили корпоративную политику выплат дивидендов, как дивиденды наличными, так и выкуп акций, фирм из 15 стран, которые были членами Европейского союза до мая 2004 года. В отличие от Дениса и Особова (2008), которые работали по странам, В. Эйджи и Меггинсон объединили все перечисленные промышленные фирмы в своей выборке. Доля, выплачивающая дивиденды, снизилась с 1989 по 2005 год, но общие реальные дивиденды увеличились, а денежные дивиденды были сосредоточены среди очень крупных фирм. Такие характеристики фирм, как размер, прибыльность и возможности роста, существенно повлияли на склонность этих фирм из ЕС выплачивать денежные дивиденды; но, в отличие от данных США в Г. и Л. Де Анджело (2006 г.) и данные по наиболее развитым странам в работе Дениса и Особова (2008 г.), НРП существенно не коррелировала с вероятностью выплаты дивидендов. Выборка ЕС также предоставляет уникальную возможность для изучения таких факторов, как влияние приватизации и частота отчетности. В. Эйджи и Мэггинсон показывают, что средняя частота отчетности фирм из ЕС постепенно увеличивалась за период выборки и связана с более высокими денежными выплатами. Приватизация также сыграла важную роль, поскольку приватизированные фирмы были в основном бывшими государственными компаниями с характеристиками плательщиков дивидендов. Хотя только около 2% зарегистрированных на бирже фирм были приватизированными, на их долю в 2005 году приходилось 23% от общей суммы дивидендов.

Фатеми и Билдик (2012) далее расширяют расследование для компаний, зарегистрированных на бирже из 33 стран, в период с 1985 по 2006 год. Они подтверждают, что плательщики дивидендов в этих странах имеют сходные характеристики; то есть они более прибыльны, крупнее, с меньшими долгами и имеют меньшие возможности роста. Подобно Фама и Френч (2001), они используют эти характеристики для оценки ожидаемого и фактического числа плательщиков дивидендов и обнаруживают снижающуюся склонность выплачивать дивиденды, делая вывод, что исчезающий дивиденд действительно является глобальным явлением. Помимо концентрации денежных дивидендов среди нескольких крупных прибыльных фирм, они также подтверждают, что почти половина совокупных глобальных дивидендов выплачиваются фирмами из пяти стран (Великобритания, США, Германия, Франция и Япония). Билдик, Фатеми и Фулади (2015) расширяют анализ до сравнения между американскими компаниями и компаний, взятых из 32 стран, и продлевают период времени до 2011 года. Как в США, так и в остальном мире доля до 2000 года плательщики дивидендов постепенно снижались, а затем постепенно увеличивались. Фактическая доля плательщиков дивидендов, а также склонность выплачивать дивиденды всегда ниже в США, но концентрация дивидендов среди небольшого числа крупных фирм выше за пределами США.

Разницу между американскими и неамериканскими фирмами можно частично объяснить увеличением использования выкупа акций в качестве политики выплат в США после того, как SEC приняла правило 10b-18, которое предоставило фирмам надежную гавань против судебных исков по манипулированию ценами на акции. Другой потенциальной причиной, выдвинутой Жуи, Бут и Чанг (2013), является растущая международная конкуренция среди торгуемых товаров: американские фирмы, работающие в секторах, более подверженных импортной конкуренции, сталкиваются с более высоким деловым риском и, как следствие, с меньшей вероятностью выплачивают дивиденды. Если бы этот повышенный фактор риска использовался в уравнении оценки дивидендов Фама и Френч, более высокая доля исчезающих дивидендных фирм могла быть объяснена характеристиками фирм. Поскольку примерно половина продаж компаний S&P 500 приходится на зарубежные и контролируемые филиалы, эти крупные фирмы обычно не так подвержены риску, как более мелкие фирмы, поэтому они более склонны выплачивать дивиденды.

Д. Аль-Кувари [29] провел анализ детерминант дивидендной политики в странах Персидского залива. Он проанализировал факторы, определяющие дивидендную политику для компаний нефинансового сектора, акции которых котировались на фондовых рынках стран Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива (ССАГПЗ). Было установлено, что компании выплачивали дивиденды с целью уменьшения агентских конфликтов, а компании с листингом в странах ССАГПЗ часто меняли дивидендную политику и не имели долгосрочных целей с точки зрения политики дивидендных выплат. Был сформулирован вывод о том, что выплата дивидендов в значительной степени и напрямую связана с государственным участием, размером и рентабельностью компании, но имеет обратную связь с финансовым левериджем Х. Аль-Малкави [30] изучил факторы, определяющие корпоративную дивидендную политику в Иордании в период 1989 – 2000 гг. Было установлено, что размер, возраст и доходность компаний являются определяющими факторами дивидендов в Иордании. Полученные данные обеспечивают поддержку агентской теории. Принимая во внимание связанные с дивидендами ограничения, также рассматривается такой инструмент как программы обратного выкупа акций и их специфика. Ш. Лианг, К. Чак и Г. Омран [118] разбирают дивидендную политику с точки зрения баланса интересов акционеров и кредиторов на примере 39 стран, а период исследования охватывают 1991 – 2010 гг. они приходят к выводу, то дивиденды обладают позитивной корреляцией с правами кредиторов (акционеров) в том случае, когда кредиторы (акционеры) адекватно защищены.

А. Джилл, Н. Байгер и Р. Тибревала проанализировали американские сервисные и производственные компании и обнаружили, что коэффициенты выплаты дивидендов является функцией нормы прибыли, роста продаж, соотношения долга к собственному капиталу и налога [86]. Для сферы услуг коэффициент выплаты дивидендов является функцией нормы прибыли, роста продаж, и отношения долга к собственному капиталу. Для фирм производителей коэффициент дивидендных выплат зависит от рентабельности, налога и соотношения между рыночной и балансовой стоимостью.

## 2.6. Культура и политический риск

Понимание влияния политического риска на предпринимательскую деятельность привлекло внимание многих международных бизнес-исследований. Они считают, что политический риск вносит значительный вклад в общий риск, с которым сталкиваются прямые иностранные инвестиции [Клик (Click), 2005], влияет на управленческие решения [Дисаи (Desai), Фолей (Foley), Хинс (Hines), 2008; Ваалер (Vaaler), 2008], определяет трансграничные потоки капитала [Волосович (Volosovych), 2008], а более конкретно, имеет решающее значение для стоимости запасов нефти [Клик и Вейнер (Weiner), 2010]. Литература по финансовой экономике является относительно новой и появляющейся, с акцентом на перспективу оценки активов. Беркман (Berkman), Якобсон (Jacobsen) и Ли (Lee) (2011) показывают, что международные политические кризисы отражают восприятие рынком риска редких стихийных бедствий и, таким образом, влияют на ценообразование на доходности фондового рынка. Аналогичным образом, Пастор и Веронези (2012, 2013) утверждают, что политические кризисы увеличивают воспринимаемую неопределенность участников рынка капитала и ожидаемую доходность. В 2014 г. Бекарт (Bekaert), Харви (Harvey), Лунблад (Lundblad) и Сиегель (Siegel), а также Ваалер, Шрэдж (Schrage) и Блок (Block) в 2005 г. документируют, что политический риск является сильным предиктором распространения суверенного долга.

Н. Бут и соавт. (2001) утверждают, что страна происхождения имеет значение для структуры капитала, приводит к двум плодотворным исследовательским вопросам. Во-первых, могут ли специфические для страны характеристики объяснить различия в дивидендной политике в разных странах и заменить использование индикаторных переменных? Во-вторых, могут ли интерактивные термины для конкретной страны объяснить, почему фирмы в некоторых странах более чутко реагируют на конкретные характеристики фирм, которые влияют на дивидендную политику, чем фирмы в других странах? В то время как в более ранних исследованиях основное внимание уделялось институциональным структурам, таким как правовая защита, экономический рост, развитие финансового рынка и т. д. В недавних работах рассматриваются проблемные темы культуры и политики.

Гуедхами, Квок и Шао (2010) исследуют влияние двух аспектов культуры, предложенных Шварцем (1994): консерватизм и мастерство. Консерватизм представляет собой гармонию внутри группы, подчеркивая семейную безопасность, самодисциплину и общественный имидж, а мастерство подчеркивает независимость и успех. Они утверждают, что как консерватизм, так и мастерство могут повлиять на дивидендную политику как через агентства, так и через сигнализацию. Используя выборку из 27 462 фирм-лет из 21 страны в период с 1995 по 2007 год, они обнаружили, что фирмы в более консервативных странах, как правило, имеют более высокие выплаты дивидендов, в то время как фирмы в странах с более высоким уровнем мастерства имеют более низкие дивиденды. Точно так же Бае (Bae), Чанг (Chang) и Канг )Kang) в 2012 г. используют три культурных аспекта, предложенных Хофстеде (1980, 1991) - избегание неопределенности, мужественность и долгосрочную ориентацию - для анализа выборки из более чем 112 000 наблюдений за год фирмы из 33 стран. между 1993 и 2004 годами. Они заключают, что эти три аспекта культуры могут помочь объяснить различия между странами в дивидендной политике. Кроме того, они показывают, что культурные факторы и защита инвесторов взаимодействуют при определении дивидендной политики.

С другой стороны, в двух недавних статьях рассматривается влияние политики на дивидендную политику. Хуан, Ву, Ю и Чжан (2015) изучают влияние временной политической неопределенности на восприятие менеджерами бизнес-среды и, следовательно, будущих доходов, что должно повлиять на текущую дивидендную политику. Используя данные Международного проекта по кризисному поведению для выявления политических кризисов в 35 странах в период с 1990 по 2008 год, они изучают влияние частоты и серьезности кризисов на изменения в дивидендной политике. В периоды высокого политического риска плательщики дивидендов с большей вероятностью прекращают дивиденды для накопления денежных средств, а неплательщики с меньшей вероятностью начнут дивиденды.

Используя всестороннюю выборку из 112 151 наблюдений за год из 35 стран за 35 лет, были изучены межвременные решения о дивидендах компаний при влиянии политической неопределенности. Данная работа имеет две отличительные особенности. Во-первых, мера политического риска строится с использованием международных политических кризисов. Во-вторых, было задокументировано, что влияние политического риска на динамику выплат демонстрирует разную поперечную неоднородность. Было получено три набора новых открытий. Авторы показывают, что прошлые плательщики, как правило, с большей вероятностью прекращают выплаты дивидендов, и что прошлые неплательщики, как правило, реже инициируют выплаты дивидендов в периоды с более сильным воздействием политических кризисов. Также влияние политического риска на решения о дивидендах варьируется в зависимости от степени многонациональности. Эффект концентрируется среди транснациональных компаний (ТНК). Этот вывод предоставляет новые доказательства того, что ТНК имеют тенденцию подвергаться большему риску со стороны международных рынков. Кроме того, эффект большей подверженности международному риску, по-видимому, доминирует над способностью доступа к международной диверсификации и дешевым внешним ресурсам - сравнительное преимущество, которое, как обычно утверждают, имеют ТНК. Наконец, решения о дивидендах становятся менее чувствительными к политической неопределенности в странах с более стабильными политическими системами и лучшей правовой защитой инвесторов. Эти результаты подчеркивают влиятельную роль макросреды в смягчении неблагоприятного воздействия политического риска на отдельные фирмы.

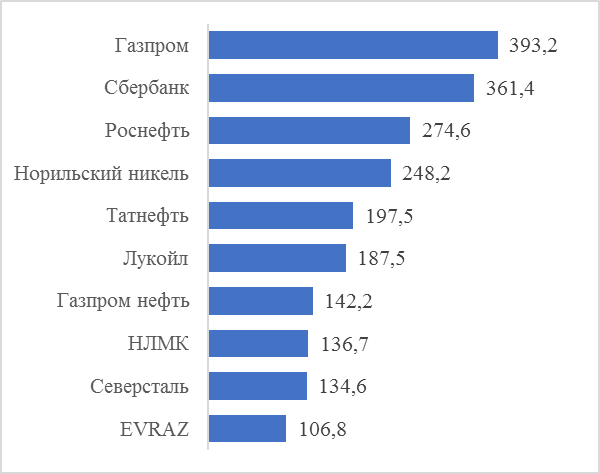
Из проведенных исследований вытекают два политических последствия. Во-первых, можно оптимально стимулировать ТНК, оперативно принимая решения на возникающие внешние риски. В противном случае они имеют тенденцию сокращать дивиденды в периоды высокого политического риска, когда агенты, не склонные к риску, предположительно имеют высокую предельную полезность и спрос на выплаты дивидендов. Во-вторых, стабильные политические системы, а также защита инвесторов, по-видимому, способны частично усваивать негативные внешние эффекты, вызванные политическими событиями.

Гуедхами, Квок и Шао (2017) исследуют влияние более стойкого политического риска, измеряемого степенью политической свободы. Политическая свобода, основанная на политических правах и гражданских свободах, тесно связана с правами человека и верховенством закона, но представляет собой другое измерение по сравнению с правовой защитой, проанализированной Р. Ла Порта (2000). Используя меру политической свободы и выборку из 229 636 наблюдений за год фирмы из 50 стран в течение 1991–2010 годов, они обнаружили, что фирмы в странах с меньшей политической свободой выплачивают акционерам больше наличных, как в виде дивидендов, так и в сумме выплаты, и влияние сильнее для фирм, подвергающихся большей экспроприации государства и более медленному росту. Они предполагают, что низкая политическая свобода приводит к более высоким корпоративным выплатам, потому что это ослабляет ожидаемые инвестиционные перспективы фирм.

## 2.7. Исследования дивидендной политики в российских компаниях

В течение последний двадцати лет фокусом исследования в области финансов и корпоративного управления российских компаний является дивидендная политика. На текущий момент вопросы, связаны с дивидендными выплатами российских компаний остается дискуссионным. отсутствует четкое понимание критериев формирования дивидендной политики, факторов влияния, влияние дивидендов на привлекательность компаний.

Фондовый рынок РФ, который по оценкам экспертов начал формироваться с конца 1994 г, имеет свои особенности, связанные с дивидендной политикой российских компаний. За короткий промежуток времени развитие российского рынка капитала связано с различными экономическими и политическими событиями, влияющие на поведение инвесторов. Эти условия значительно отличают внутренний рынок от внешних. Во-первых, до 2014 г. порядок дивидендных выплат российскими компания существенно отличался от практик, установленных на международных рынках капитал. В странах с развитой экономической системой сперва совет акционеров принимает решение о размерах выплат дивидендов, после назначается дата закрытия реестра. На территории РФ до 2014 г. на основе установленного федерального законодательства «Об акционерных обществах» в ст. 42 пп. 5 говорилось: «сначала назначалась дата закрытия реестра, затем спустя 30 дней после закрытия реестра проводилось собрание акционеров. После 2014 г. дата, на которую в соответствии с решением о выплате (объявлении) дивидендов определяются лица, имеющие право на их получение, не может быть установлена ранее 10 дней с даты принятия решения о выплате (объявлении) дивидендов и позднее 20 дней с даты принятия такого решения» [2]. По российскому корпоративному законодательству акционеры не могут назначать размер дивидендных выплат выше уровня, рекомендованного советом директоров. Вторая особенность заключается в структуре акционерного капитала российских компаний. На внутреннем фондовом рынке большинство компаний, акции которых принадлежат государству. Следствием этого факта является то, что на рынке капитала обращается небольшое количество акций.



***Рис. 6. Топ-10 российских компаний по дивидендным выплатам за 2018 г., в млрд. руб.***

***Источник: [23]***

Третья особенность заключается в неравномерном развитие отраслей экономики РФ, а именно, преобладание компаний нефтегазовой, телекоммуникационной и металлургической отраслей. Возникающий дисбаланс влияет на рентабельность и распределение доходов. По итогам 2018 г. в топ-10 компаний по данным аналитического управления «Национальное рейтинговое агентство» попали пять компаний с дивидендными распределениями нефтегазовой отрасли (см. рис. 6). Причина этому – высокие цены на углеводород, высокие капитальные издержки, что создает возможность для привлечения внешнего финансирования.

Четвертая особенность – недостаточно развитое законодательство РФ, регламентирующее механизм взаимодействия компании и инвесторов по дивидендным выплатам. Пятая особенность – у ряда российских корпораций отсутствует твердо закрепленные правила расчета по дивидендам. Так, например, у ПАО «Газпром» от 17,5% до 35% чистой прибыли, у Сбербанка превалирует последовательное увеличение размера дивидендных выплат до установленного норматива в 50%. В табл. 1 показаны минимально дивидендные выплаты крупнейших нефтегазовых компаний РФ. Так, например, ПАО «Роснефть» установила целевой ориентир дивидендных выплат на уровне не менее 50% от чистой прибыли по МСФО. Такой же целевой показатель закреплен у ПАО «Татнефть», которая по факту выплачивает больше установленного ориентира (в 2017 г. по факту было выплачено 75% чистой прибыли по МСФО, в 2018 г. – 100% чистой прибыли по РСБУ).

**Табл. 1. Минимальные дивидендные выплаты крупнейших нефтегазовых компаний РФ**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Компания** | **Минимальный уровень выплат** | **Периодичность выплат по дивидендной политике** |
| ПАО «Роснефть» | 50% от чистой прибыли по МСФО | Полугодовые |
| ПАО «Татнефть» | 50% от чистой прибыли по МСФО или РСБУ (в зависимости от того какая из них является большей) | Ежеквартально (фактически за 1-е полугодие, 9 месяцев и 4-й квартал) |
| ПАО «Газпром» | 17,5 – 35% чистой прибыли по РСБУ | Годовые |
| ПАО «Лукойл» | 25% чистой прибыли по МСФО | За 9 мес. и 4-й квартал |
| ПАО «Новатэк» | 30% чистой прибыли по МСФО | Полугодовые |
| ПАО «Сургутнефтегаз» | 10% МСФО (по привилегированным акциям) | Годовые |
| ПАО «Газпром нефть» | 15% чистой прибыли по МСФО или 25% по РСБУ | Ежеквартально (фактически за 9 мес. и 4-й квартал) |

***Источник: [23]***

Шестая особенность – увеличивается число российских компаний с государственной собственностью, база расчета дивидендов которых являются показатели международной финансовой отчетности (МСФО). Также, надо отметить зависимость фондовых индексов от цен на нефть и низкая диверсификация вложений как еще одна особенность российского фондового рынка.

Учитывая особенности российских компаний и рынка в целом, можно сделать вывод, что дивидендная политика российских компаний находится в процессе становления, что должно привести к росту интереса со стороны иностранных инвесторов. В России вопросам дивидендной политике посвящены работы Федоровой Е. А., Каменева Е. А., Репин Д. В., Семернина Ю. В., Ковалева Вит. В., Щербиной Т. А., Лебедь В. Н., Брилькова А. И., Алексеевой Л. В., Березинец И. В., Ильиной Ю. Б., Тураева Х. Р., Тепловой Т. В., Зальцмана А. А., Аренкова И. А., Черенковой Н. Ю., Пирогова Н. К., Волковой Н. Н. и др.

Т. В. Теплова и А. А. Зальцман в своей работе [17] проводят анализ не только российского, но и зарубежных рынков. Так, например, был проведен межстрановой анализ ключевых показателей дивидендного выбора по публичным компаниям четырех европейских стран, а также практики дивидендных выплат публичных компаний РФ в сопоставлении с тенденциями, наблюдаемыми на глобальном рынке капитала. В рамках межстранового анализа обращается внимание на несоответствие между моделями дивидендных выплат и их существующей практикой (особенно на развивающихся рынках), а также на то, что существующие изменения как в макроэкономической ситуации, так и в налоговом законодательстве могут оказывать значимое влияние на такие выплаты. В 2012 г. Зальцман А. А. попытался выявить применимость теории предпочтений инвесторов на российском рынке. Эконометрический анализ показал, что корреляция между количеством компаний, начинающих выплаты дивидендов, и показателем настроения инвесторов (дивидендной премией) отсутствует. Объяснение этому факту может быть отсутствие удовлетворенности инвесторов на внутреннем рынке. Данный факт подтверждается работой [6], где утверждается, что «catering theory» - теория предпочтения инвесторов не применима в странах с гражданским правом из-за относительно низкой защиты интересов миноритариев. Другая причина отсутствия корреляции – отсутствие широкой базы анализируемой информации, наблюдение которых было за небольшое количество лет.

Также выявлено косвенное подтверждение агентской теории [7]. На дивидендные выплаты российских компаний отрицательно влияет доля основных средств в активах. Вместе с возникающим в некоторых спецификациях влиянием нагрузки долгосрочным долгом это объясняется тем, что дивиденды и долг являются субститутами для целей снижения агентской проблемы, которая может существовать и в условиях концентрированной собственности.

А. Б. Анкундинов и О. В. Лебедев [24] исследуют взаимосвязь между структурой собственности российских компаний и их дивидендной политикой на фоне мирового финансового кризиса. Финансово-экономический кризис служит экспериментальной установкой, которая позволяет подчеркнуть влияние характеристик структуры капитала на выплаты дивидендов на развивающихся финансовых рынках. В представленной работе были выдвинуты несколько гипотез: (1) В условиях мирового финансового кризиса выплаты дивидендов государственным компаниям снижаются более значительно, чем выплаты частным компаниям; (2) Публичный статус и присутствие иностранных акционеров положительно связаны с выплатой дивидендов. Гипотеза 1 основана на теории корпоративного управления Шлейфера и Вишны (1997), которые отмечают, что, хотя государственные компании «контролируются обществом», ими фактически управляют политические бюрократы, осуществляющие полномочия концентрированных прав контроля. При этом требование о движении денежных средств распределяется между большим количеством акционеров (налогоплательщиков). Следовательно, в случае конфликта между политическими целями и максимизацией стоимости, бюрократические интересы преобладают. Государство часто рассматривает государственные компании как каналы для направления инвестиций в наиболее важные сектора экономики, а не как финансовые активы. С другой стороны, считается, что частные акционеры рассматривают акции компании как инструмент создания стоимости. В результате можно ожидать, что государственные компании будут платить меньшие дивиденды и сохранят большую долю генерируемой прибыли по сравнению с частными компаниями. Гипотеза 2 предполагает, что как публичный статус, так и участие иностранных акционеров в акционерном капитале положительно влияют на коэффициент дивидендных выплат благодаря лучшему доступу к средствам, увеличению потенциала для применения цивилизованных методов корпоративного управления к управлению фирмой и использованию финансовой политики. как инструмент дисциплины управления.

Проверка гипотез на значимость строилась на выборке за 2003 – 2011 гг., которая охватывала шесть секторов экономики. Результаты показывают, что во время финансового кризиса национальные государственные компании сокращают выплаты дивидендов в большей степени, чем частные компании, в то время как не было установлено существенной разницы между выплатами государственных и частных компаний в докризисный период. Этот вывод А. Б. Анкундинов и О. В. Лебедев [24] рассматривают как свидетельство, подтверждающее предполагаемое доминирование как интересов государства, так и интересов управления над интересами государства как акционера в финансовых решениях государственных компаний в кризисные годы. Независимо от того, сколько аргументов предлагается в пользу сильной социальной роли государственных компаний, все государственные компании фокусируются на краткосрочных эффектах поддержки экономического роста (или просто стабильности) в случае финансовых ограничений. Эта практика в значительной степени игнорирует устоявшийся факт, что кризисы в посткоммунистической экономике носят преимущественно структурный характер. Искусственно высокие показатели удержания, а также количественное смягчение в целом могут помочь в случаях циклических кризисов (например, в Соединенных Штатах); однако, средство вряд ли эффективно, когда необходимы структурные реформы. Скупость к частным акционерам государственных компаний может показаться хорошим слугой, но в итоге окажется плохим хозяином. Частные акционеры, лишенные столь необходимых денежных средств в периоды кредитных кризисов, могли оставить эти компании только с одним спекулятивным поставщиком средств - государством.

Также в работе [24] было доказано, во-первых, что публичный статус российских компаний положительно связан с коэффициентом выплат. Тем не менее, практика щедрых выплат дивидендов в течение финансово состоятельных лет подвергается серьезной нисходящей корректировке, когда финансовые ограничения кризисных лет находятся в полной силе. Публично торгуемые компании вынуждены делать более радикальные сокращения в распределяемой прибыли. Корректировка осуществляется за счет относительно высоких докризисных выплат дивидендов и приводит в целом к исходным коэффициентам выплат. Во-вторых, доходность и размер положительно связаны с суммой выплаченных дивидендов. В то же время растущие компании и компании с высокоэффективной структурой капитала платят меньшие дивиденды. В целом более низкие уровни выплаты дивидендов в России в сочетании с их высокой дисперсией и явно сильным влиянием «индивидуальных эффектов» на решения о распределении прибыли приводят к неизбежному выводу о том, что сама идея последовательной дивидендной политики остается редкой птицей в корпоративной среде.

В 2015 г. Л. В. Алексеева, И. В. Березинец, Л. А. Булатова, Ю. Б. Ильина, М. В. Смирнов в работе [3] провели анализ реакции российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов за период 2010 – 2012 гг. Главный вопрос исследования – «каким образом российский фондовый рынок реагирует на объявления российских компаний о выплате дивидендов» [3, c. 18]. По результатам исследования была установлена отрицательная реакция российского рынка капитала на объявления дивидендных выплат. Данный вывод может быть объяснен спецификой ожиданий инвесторов в отношении компаний-эмитентов, связанных с перспективами их дальнейшего роста и перспектив конкретной отрасли. В изученный период рост дивидендных выплат мог восприниматься участниками рынка как сигнал об отсутствии хороших инвестиционных возможностей или об отсутствии стремления их реализовать, т. е. о неопределенности перспектив развития компании. Период с 2010 по 2012 г. являлся этапом восстановительного роста российской экономики по широкому кругу отраслей, в том числе энергетическому и экспортно-ориентированному сектору. Рынок рассматривал компании как обладающие высоким потенциалом роста и мог трактовать рост дивидендных выплат как «плохую» новость. Кроме того, специфические ожидания инвесторов относительно перспектив развития нефтегазовой и энергетической отраслей, компании которых составляют большую часть выборки исследования, также могли обусловить зафиксированную в среднем негативную реакцию инвесторов на дивидендные объявления различных типов. Х. Р. Тураев также попытался выявить закономерность между информацией о выплате дивидендов и инвестиционной привлекательностью компаний. Таким образом, в результате проведенного исследования на выборке из 50 российских компаний, оперирующих в 13 отраслях промышленности, были получены следующие результаты:

* объявления российских компаний о возросшей величине дивиденда в 2010–2014 гг. не влекут за собой возникновение запоздалой отрицательной избыточной доходности их акций;
* объявления российских компаний в 2010–2014 гг. о сократившейся величине дивиденда влечет за собой возникновение отрицательной избыточной доходности их акций;
* объявления российских компаний о неизменной величине дивиденда в среднем не влекут за собой возникновения избыточной доходности их акций.

В рамках исследования, проведенного на выборке российских компаний, сигнальная теория дивидендов для большинства гипотез подтвердилась. Комментируя полученные результаты, можно отметить, что в целях максимизации богатства акционеров российских компаний при формировании дивидендной политики следует принимать во внимание реакцию фондового рынка на объявления о выплате дивидендов, так как объявления об изменении дивидендных выплат в среднем приводят к существенным сдвигам в доходности акций.

В статье [20] рассматривается дивидендная политика российских государственных компаний по отношению к структуре совета директоров (СД). Авторами не было найдено эмпирического подтверждения взаимосвязи между размером СД российских компаний с государственным участием и коэффициентом дивидендных выплат (КДВ) по обыкновенным акциям. Существуют законодательно закрепленные нормы относительно минимально разрешенного размера совета директоров АО в зависимости от числа его акционеров. Эти ограничения, безусловно, оказывают воздействие на численность СД. Тем не менее все компании имеют право увеличить число членов совета в случае принятия соответствующего решения общим собранием акционеров. Однако большинство компаний выборки только выполняют требования закона, не стремясь к росту численного состава СД. Это можно объяснить тем, что большое количество компаний в выборке, будучи формально ОАО, причем даже прошедшими листинг на фондовой бирже, не являются торгуемыми компаниями. Соответственно такие АО не заинтересованы в высоком качестве корпоративного управления как инструмента привлечения инвесторов, в подаче сигнала рынку о соблюдении международных стандартов и следовании лучшим практикам корпоративного управления. Также, по итогам проведенного анализа было выяснено, что увеличение таких показателей, как доля независимых директоров и КДВ по обыкновенным акциям компании, происходит одновременно. Данный факт соответствует выводам, к которым ранее пришли другие исследователи [Шарма (2011); Белден и др. (2005); Лукас (2010)], а также результатам, полученным в ходе анализа кейсов российских компаний с государственным участием.

В 2016 г. Березинец [3] исследует структуру собственности и дивидендную политику российских акционерных обществ двойного класса. Результаты позволяют сделать вывод о связи широкого спектра факторов структуры собственности и концентрации российских компаний с их дивидендной политикой, а также проследить различия в дивидендной политике по обыкновенным и привилегированным акциям. Полученные результаты указывают на растущий уровень концентрации собственности на российском рынке, указывают на серьезность проблем с агентством и злоупотребление правами миноритарных акционеров и могут быть полезны для улучшения дивидендной политики российских компаний и повышения их инвестиционной привлекательности. Выборка включает данные по всем акционерным обществам двойного класса, которые выплатили денежные дивиденды и были обращены на Московской фондовой бирже в период с 2010 по 2013 год (65 компаний). Общий коэффициент выплат и коэффициенты выплат для двух типов акций отдельно рассматриваются как индикаторы дивидендной политики. В качестве меры концентрации собственности принимаются пропорции голосов, принадлежащих трем крупнейшим акционерам, разница между долями простых акций двух крупнейших акционеров, а также пропорциями привилегированных и обыкновенных акций в портфеле крупнейшего акционера. Кроме того, учитываются доли разных типов владельцев в уставном капитале и обыкновенные акции компании. Статистический анализ показал высокую концентрацию собственности и перераспределение голосующих акций первому крупнейшему акционеру за счет уменьшения доли голосов, принадлежащих другим акционерам в российских акционерных обществах двойного класса. Такая ситуация может указывать на серьезность агентской проблемы и использование крупнейшим акционером своего влияния для распределения имеющихся средств в своих интересах.

В статье Е. А. Федорова рассматривает влияние иностранных акционеров компании на дивидендную политику [21]. По итогам анализа основная гипотеза работы зависимости дивидендных выплат и наличия иностранных акционеров в компании не подтвердилась. Исследование предпочтений российских корпораций в выборе иностранных инвесторов указывает обратную зависимость в отношении дивидендной политики. Также были рассмотрены прочие факторы, в результате которых подтвердилась гипотеза значимости размера компании, рентабельности, специфики деятельности при формировании правил выплат дивидендов. Гипотеза о том, что крупные компании более склоны к выплате дивидендов, подтвердилась. Это обусловливается тем, что величина компании указывает на возможность выплаты дивидендов своим акционерам. Стоит отметить, что значимым оказался показатель специфики деятельности компании. Наличие данной зависимости говорит о том, что, рассматривая формирование дивидендной политики как процесс, необходимо обращать внимание на отрасль компании. В другой статье Е. А. Федорова исследует виляние концентрации собственности на дивиденды российских компаний [22]. В ходе проведенного исследования подтвердилось зависимость между крупным акционером и выплатой дивидендов.

А. О. Рыбка и Н. Б. Болдырева затронули вопрос взаимосвязи дивидендов и капитализации компаний. Сделанные выводы в работе [15] позволяют утверждать, что взаимосвязь между дивидендными выплатами и среднегодовой рыночной капитализацией подтверждают основные теории дивидендных политик. В случае девяти компаний из двадцати четырех существует положительная связь между дивидендными выплатами и рыночной стоимостью предприятия. Для четырнадцати компаний справедливо утверждение, что их дивидендная политика не имеет значимого влияния на капитализацию компании. И только одна компания из всей участвующей в исследовании совокупности имела отрицательную зависимость между дивидендными выплатами и капитализацией. В целом результаты корреляционного анализа свидетельствуют о неоднозначном характере влияния дивидендной политики на рыночную капитализацию акционерного общества. Результаты корреляционного анализа также показали, что принятие решения об увеличении коэффициента дивидендных выплат (до 50% от чистой прибыли по МСФО, согласно законопроекту Министерства финансов РФ) приведет к росту курсовой стоимости акций семи из двенадцати компаний с государственным участием.

В статье [18] представлены особенности формирования инвестиционной и дивидендной политики нефтегазовых и других российских компаний: выявлены финансовый аспект, существующие проблемы и предложены соответствующие рекомендации. Обширный мировой опыт и его бесценный опыт в области формирования эффективной инвестиционной и дивидендной политики могут помочь решить ряд проблем российским публичным акционерным обществам. Проведен анализ, систематизация и обобщение теории и практики выплаты дивидендов российскими акционерными обществами, сделаны прогнозы. В. Ф. Гапоненко и др. выявили, что в целом для российских публичных компаний приоритетом является не дивидендная политика, а инвестиционная политика. Российские компании предпочитают гарантировать низкую процентную ставку, не принимая на себя больших обязательств перед акционерами. Дивиденды по акциям невелики, но достаточны для того, чтобы продемонстрировать инвесторам, что компания стабильно растет и способна производить платежи, но все же большая часть прибыли предпочитает инвестировать в ее развитие. Это так называемая «гибкая» дивидендная политика. Такое поведение компаний показывает, что они по-прежнему настороженно относятся к тому факту, что выплаты дивидендов также могут успешно стимулировать рост стоимости акций компании, а также реинвестировать прибыль. Поэтому компании не используют все преимущества более активной дивидендной политики. Еще один важный момент, что некоторые компании не имеют правила указывать в своих уставах долю прибыли, которую они будут распределять на дивиденды. Более того, мы не можем игнорировать так называемых доминирующих владельцев в российских публичных компаниях, в частности, таких как государство, которое имеет окончательное право голоса в принятие решения о размере дивидендов в контексте экономической безопасности государства.

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итоги работы, можно сформулировать вывод о том, что рассматриваемая проблематика является достаточно актуальной как в теоретическом, так и в практическом плане. Что касается влияния дивидендной политики на стоимость компании, то следует отметить, что, с одной стороны, пока еще не сложилось единого мнения по данному вопросу, поскольку проведенные исследования позволяют говорить о факте такого влияния, так и опровергать его. Но, с другой стороны, в последние годы наблюдается увеличение количества исследований, по итогам которых подтверждается влияние дивидендной политики на стоимость компаний. Существующие работы свидетельствуют, что институциональная среда оказывает существенное влияние на принимаемые компаниями дивидендные решения.

По результатам проделанного анализа в экономической теории существует несколько противоположных точек зрения на дивидендную политику компаний. Одна группа исследователей утверждает, что дивидендные выплаты не оказывают влияния на стоимость компаний. К данной точке зрения относится работа Мертона Миллера и Франко Модильяни, написанная в 1961 г. Данная работа показывает, что дивидендная политика не имеет значения в совершенной экономике без налогов, операционных издержек и других проявлений несовершенства рынков. Вторая группа рассматривает дивиденды как инструмент увеличения стоимости компании. К данной группе можно отнести работы Дж. Линтнера, Б. Грэхэма и Д. Додда, которые утверждали, что «обдуманный и непоколебимый вердикт фондового рынка – полностью в пользу обильных дивидендов и против скупых дивидендов. Инвестор в обыкновенные акции должен учитывать это обстоятельство при оценке акций, которые предлагает купить» [88]. Вера в значимость дивидендной политики характерна для деловых кругов и инвестиционных сообществ. Акционеры и консультанты по вопросам инвестиций неустанно склоняют казначеев компаний увеличивать размер дивидендов. Дивиденды – это заработная плата акционеров, а значит, снижение коэффициента дивидендных выплат ухудшает положение акционеров. Также есть сторонники теории отрицательного влияния дивидендов на стоимость акций компании. Представители данного направления обнаружили связь между высокой дивидендной доходностью и повышенными требованиями к общей доходности. Такие доказательства были представлены в работах Литценбергера и Рамасвами.

Немногие последствия M-M для дивидендной политики поддерживаются даже случайным эмпиризмом, так что их результаты были спорными с самого начала и остаются таковыми сегодня. В 1956 г. в своей работе [104] Дж. Е. Волтер основываясь на убеждении, что поведение фондового рынка подвержено рационализации, предпринял попытку создать теоретическую модель, которая отображает взаимосвязь между дивидендной политикой и общими ценами на акции. Автор провел анализ обыкновенных акций крупных государственных компаний из-за несовершенства рынка ценных бумаг малого и среднего бизнеса и тесной идентификации мелких компаний с их основными акционерами. Фундаментальная предпосылка работы: в течение более длительных периодов цены на акции отражают текущую стоимость ожидаемых дивидендов. Дж. Е. Волтер в своей работе также пришел к выводу, что для акций роста характерна следующая тенденция: чем ниже коэффициент выплаты дивидендов, тем выше стоимость акций роста.Все эти теории пока еще отрывочны, а эмпирические доказательства слишком чувствительны к самым незначительным изменением деталей.

Теория дивидендов жизненного цикла фирмы основана на представлении о том, что по мере развития фирмы ее способность генерировать денежные средства превосходит ее способность находить выгодные инвестиционные возможности. В конце концов, оптимальный выбор для фирмы - распределить свой свободный денежный поток среди акционеров в форме дивидендов. Согласно теории дивидендов жизненного цикла фирмы, молодая фирма сталкивается с относительно большим набором инвестиционных возможностей, но не является достаточно прибыльной, чтобы быть в состоянии удовлетворить все свои финансовые потребности за счет внутренних денежных средств. Кроме того, он сталкивается с существенными препятствиями в привлечении капитала из внешних источников. В результате фирма будет экономить денежные средства, отказываясь от выплаты дивидендов акционерам. Со временем, после периода роста, фирма достигает стадии зрелости в своем жизненном цикле. На этом этапе набор инвестиционных возможностей фирмы уменьшается, ее рост и прибыльность сглаживаются, систематический риск снижается, и фирма генерирует больше денежных средств внутри компании, чем она может выгодно инвестировать. В конце концов, фирма начинает выплачивать дивиденды, чтобы распределить свою прибыль среди акционеров. Степень, в которой зрелая фирма распределяет прибыль между акционерами, а не вкладывает их внутри страны, зависит от степени, в которой интересы ее руководителей совпадают с интересами ее акционеров.

Теория дивидендов в течение жизненного цикла предсказывает, что фирма начнет выплачивать дивиденды, когда ожидается, что в будущем ее темпы роста и рентабельность снизятся. Это резко контрастирует с сигнальной теорией дивидендов, которая предсказывает, что фирма будет выплачивать дивиденды, чтобы сигнализировать рынку, что перспективы ее роста и прибыльности улучшились. Эмпирические данные об инициировании и изменении дивидендов в целом подтверждают теорию жизненного цикла дивидендов, но противоречат теории сигнализации. Бенарци, Михаэли и Талер (1997) обнаружили, что увеличение дивидендов не сопровождается увеличением темпов роста прибыли, в то время как сокращение дивидендов связано с улучшением темпов роста. Груллон, Михаэли и Сваминатан (2002) считают, что прибыльность фирмы снижается после увеличения дивидендов и увеличивается после уменьшения дивидендов.

Вопрос о том, как налоги с корпоративных распределений влияют на экономическое поведение, является центральным для оценки ряда основных вариантов налоговой реформы. Сдвиг в сторону либо налогообложения потребления, либо интеграции корпоративного налога приведет к резкому сокращению налогов, взимаемых с дивидендного дохода. С другой стороны, движение к всеобъемлющему подоходному налогу повысит эффективную налоговую нагрузку на дивиденды. В то время как многие экономисты изучают вопрос о том, почему фирмы выплачивают дивиденды, несмотря на соответствующие налоговые санкции, наложенные на многих инвесторов, не было достигнуто единого мнения относительно влияния налогообложения дивидендов на инвестиционные и финансовые решения фирм.

Н. Бут и соавт. (2001) утверждают, что страна происхождения имеет значение для структуры капитала, приводит к двум плодотворным исследовательским вопросам. Во-первых, могут ли специфические для страны характеристики объяснить различия в дивидендной политике в разных странах и заменить использование индикаторных переменных? Во-вторых, могут ли интерактивные термины для конкретной страны объяснить, почему фирмы в некоторых странах более чутко реагируют на конкретные характеристики фирм, которые влияют на дивидендную политику, чем фирмы в других странах? В то время как в более ранних исследованиях основное внимание уделялось институциональным структурам, таким как правовая защита, экономический рост, развитие финансового рынка и т. д. В нескольких недавних работах рассматриваются проблемные темы культуры и политики.

Предположение об исчезновении дивидендов Фамы и Френча остается неубедительным для международных данных, причем результаты зависят от анализируемых стран. Некоторыми правдоподобными объяснениями различий могут быть изменения правил, которые позволили более гибко выкупить акции, более широкое включение незрелых фирм в базы данных США и больший риск в результате глобализации и усиления импортной конкуренции. Уравнение оценки дивидендов Фамы и Френча может быть смещено вниз, если не принимать во внимание влияние этих изменений, в частности, повышенный деловой риск, с которым сталкиваются американские производственные фирмы.

Обсуждение выше было сосредоточено на различиях в выплате дивидендов между фирмами и странами, но нет никаких оснований полагать, что эти модели постоянны во времени. Важнейшей особенностью как сигнальных, так и агентских стоимостных моделей является наличие информационной асимметрии, которая побуждает фирмы сигнализировать о своем истинном уровне прибыли или о своем намерении вести себя так, как того хотят инвесторы в долговые обязательства и акции. По мере развития финансовой системы можно ожидать, что эти асимметрии уменьшатся, например, благодаря улучшению раскрытия информации или регулирования (Л. Хаил и др., 2014). Следовательно, как сигнальные, так и модели агентских затрат могут предсказать снижение выплат дивидендов, поскольку финансовая система становится более сложной. Однако до тех пор, пока Фама и Френч (2001) не провели значительных исследований изменений в дивидендной политике с течением времени.

Практически все проведенные эмпирические исследования взаимосвязи дивидендной политики с различными компонентами были проведены на развитых странах, таких как: США, Великобритания. Что касается изучения дивидендных выплат российских компаний – данный вопрос становится более актуальным в силу особенностей развития внутреннего фондового рынка.

Фондовый рынок РФ, который по оценкам экспертов начал формироваться с конца 1994 г, имеет свои особенности, связанные с дивидендной политикой российских компаний. За короткий промежуток времени развитие российского рынка капитала связано с различными экономическими и политическими событиями, влияющие на поведение инвесторов. Эти условия значительно отличают внутренний рынок от внешних. Во-первых, до 2014 г. порядок дивидендных выплат российскими компания существенно отличался от практик, установленных на международных рынках капитал. В странах с развитой экономической системой сперва совет акционеров принимает решение о размерах выплат дивидендов, после назначается дата закрытия реестра. На территории РФ до 2014 г. на основе установленного федерального законодательства «Об акционерных обществах» в ст. 42 пп. 5 говорилось: «сначала назначалась дата закрытия реестра, затем спустя 30 дней после закрытия реестра проводилось собрание акционеров. После 2014 г. дата, на которую в соответствии с решением о выплате (объявлении) дивидендов определяются лица, имеющие право на их получение, не может быть установлена ранее 10 дней с даты принятия решения о выплате (объявлении) дивидендов и позднее 20 дней с даты принятия такого решения» [2]. По российскому корпоративному законодательству акционеры не могут назначать размер дивидендных выплат выше уровня, рекомендованного советом директоров.

Вторая особенность заключается в структуре акционерного капитала российских компаний. На внутреннем фондовом рынке большинство компаний, акции которых принадлежат государству. Следствием этого факта является то, что на рынке капитала обращается небольшое количество акций.

Третья особенность заключается в неравномерном развитие отраслей экономики РФ, а именно, преобладание компаний нефтегазовой, телекоммуникационной и металлургической отраслей. Возникающий дисбаланс влияет на рентабельность и распределение доходов. По итогам 2018 г. в топ-10 компаний по данным аналитического управления «Национальное рейтинговое агентство» попали пять компаний с дивидендными распределениями нефтегазовой отрасли. Причина этому – высокие цены на углеводород, высокие капитальные издержки, что создает возможность для привлечения внешнего финансирования.

Четвертая особенность – недостаточно развитое законодательство РФ, регламентирующее механизм взаимодействия компании и инвесторов по дивидендным выплатам. Пятая особенность – у ряда российских корпораций отсутствует твердо закрепленные правила расчета по дивидендам. Так, например, у ПАО «Газпром» от 17,5% до 35% чистой прибыли, у ПАО «Татнефть» превалирует последовательное увеличение размера дивидендных выплат до установленного норматива в 50%. В табл. 1 показаны минимально дивидендные выплаты крупнейших нефтегазовых компаний РФ. Так, например, ПАО «Роснефть» установила целевой ориентир дивидендных выплат на уровне не менее 50% от чистой прибыли по МСФО. Такой же целевой показатель закреплен у ПАО «Татнефть», которая по факту выплачивает больше установленного ориентира (в 2017 г. по факту было выплачено 75% чистой прибыли по МСФО, в 2018 г. – 100% чистой прибыли по РСБУ). Шестая особенность – увеличивается число российских компаний с государственной собственностью, база расчета дивидендов которых являются показатели международной финансовой отчетности (МСФО). Также, надо отметить зависимость фондовых индексов от цен на нефть и низкая диверсификация вложений как еще одна особенность российского фондового рынка.

Исследования отдельных рынков, в особенности развивающихся, сохраняют актуальность. Теории, посвященные взаимосвязи стоимости компании и дивидендной политики, обуславливают ее наличием агентских конфликтов, острота и природа которого зависит от типов ключевых собственников и их доли в акционерном капитале компании; потенциалом и жизненным циклом компании; правовой защитой инвесторов; налогообложением дивидендных выплат; политическими рисками

# СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31.07.1998 N 146-ФЗ (ред. от 01.04.2020)
2. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019, с изм. от 07.04.2020) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020)
3. Алексеева Л. В., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ / Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2011. № 3. С. 3 – 31.
4. Аренков И. А., Черенкова Н. Ю. Дивидендная политика российских акционерных обществ нефтяного сектора / Российское предпринимательство. 2012. Т. 13. № 24. С. 128 – 135.
5. Брильков А. И. Оптимальная инвестиционная и дивидендная политика при обязательных дивидендах, растущих экспоненциально / Информатика, управление, экономика ТРУДЫ МФТИ. 2010. Т. 2, № 1. С. 78 – 83.
6. Зальцман А. А. Дивидендная политика российских компаний и внутрикорпоративные решения / Вестник Университета. 2014. № 11. С. 98 – 103.
7. Зальцман А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний / Аудит и финансовый анализ. 2012. № 1. С. 233 – 241.
8. Исследование дивидендных политик компаний с государственным участием: российский и зарубежный опыт. / И. Н. Рыкова [и др.]; под ред. И. Н. Рыковой. Научный доклад. – М.: Научно-исследовательский финансовый институт, 2015. – 104 с.
9. Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Корпоративные финансы. 2-е изд. перераб. и доп. М.: Проспект. 2019 г. 640 с.
10. Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели. 3-е изд. перераб. и доп. М.: Проспект. 2015 г. 1000 с.
11. Ковалев Вит. В., Драчевский И. С. Дивидендная политика как фактор управления стоимостью компании: сравнение тенденций на формирующихся рынках / Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2020. Т. 36. № 1. С. 95 – 116.
12. Окраинец Т. И., Салпагаров А. Н. Исследование взаимосвязи дивидендных выплат и рыночной стоимости предприятия / Вестник РУДН. Экономика. 2014. № 1. С. 91 – 97.
13. Пашкевич Д. Ю., Просвирина И. И. Современные тенденции развития дивидендной политики российских компаний / Вестник ЮУрГУ. Экономика и менеджмент. 2016. Т. 10, № 3. С. 73–77
14. Полугодина В. В., Репин Д. В. Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний / Корпоративные финансы. 2009. № 3. С. 20 – 35.
15. Рыбка А. О., Болдырева Н. Б. Дивидендная политика и ее влияние на капитализацию российских публичных акционерных обществ / Вестник Тюменского государственного университета. 2019. Т. 5. № 2. С. 186 – 204.
16. Савченко Е. О. Факторы дивидендной политики компании и оценка ее влияния на стоимость компании (на примере индекса промышленных и высокотехнологических компаний Nasdaq 100): монография / Е. О. Савченко. – М.: Прометей. 2018. С. 138.
17. Теплова Т. В., Зальцман А. А. Межстрановой сравнительный анализ практики дивидендных выплат: российский и зарубежный опыт / Российский журнал менеджмента. 2015. Т. 13. № 2. С. 29 – 66.
18. Тураев Х. Р. Влияние информации о выплате дивидендов на инвестиционную привлекательность и потенциальных инвесторов / Российское предпринимательство. 2016. Т. 17. № 13. С. 1505 – 1528.
19. Федорова Е. А. Воронкевич А. Б. Влияние внешних факторов на дивидендную политику российских компаний / Финансы и кредит. 2016. № 38. С. 27 – 36.
20. Федорова Е. А., Воронкевич А. Б. Каменева Е. А. Влияние концентрации собственности на дивидендную политику российских компаний / Вестник Финансового Университета. 2017. Т. 21. № 2. С. 23 – 29.
21. Федорова Е. А., Комарова Е. О. Влияние иностранных акционеров на дивидендную политику российских компаний / Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2017. Т. 10. № 8. С. 848 – 858.
22. Федорова Е. А., Петросян Ф. А. Анализ влияния структуры собственности, длины цепочки собственников и долговой нагрузки на дивидендную политику российских компаний / Экономический анализ: теория и практика. – 2018. – Т. 17, № 2. – С. 353 – 364.
23. Национальное рейтинговое агентство. Аналитический обзор «Дивидендные выплаты российских компаний за 2013 – 2018 гг.»
24. Ankudinov A. B., Lebedev O. V. Dividend payouts and company ownership structure amid the global financial crisis: evidence from Russia / Post-Communist Economies. 2016 Vol. 28, № 3, P. 384 – 404.
25. Aivazian V., Booth L. Cleary S. Dividend smoothing and debt ratings // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2006. Vol. 41, P. 439 – 453.
26. Aivazian V., Booth L., Cleary S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets // Journal of Multinational Financial Management. 2003. Vol. 13, № 2, P. 101 – 121.
27. Aivazian V., Booth L., Cleary S. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? // Journal of Financial Research. 2003. Vol. 26, № 3, P. 371 – 387.
28. Allen L., Gottesman A., Saunders A., Tang Y. The role of banks in dividend policy // Financial Management. 2012. Vol. 41, P. 591 – 613.
29. Al-Kuwari D. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries // Global EcoNo.my Finance Journal. 2009. Vol. 2. № 2, P. 38 – 63
30. Al-Malkawi H. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: Application of the Tobit Model // Journal of Economic Administrative Sciences. 2007. Vol. 23, № 2. P. 44 – 70
31. Amidu M. How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock Exchange? // Investment Management and Financial Innovations. 2007. Vol. 4, № 2, P. 104 – 112.
32. Amihud Y., Murgia M. Dividends, taxes, and signaling: Evidence from Germany // Journal of Finance. 1997. Vol. 52, P. 397 – 408.
33. Andres C., Betzer A., Goergem M., Renneboog L. Dividend policy of German firms: A panel data analysis of partial adjustment models // Journal of Empirical Finance. 2009. Vol. 16. № 2. P. 175 – 187.
34. Altman, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy // Journal of Finance. 1968. Vol. 23, P. 589 – 609.
35. Arif A., Akbar F., 2013. Determinants of dividend policy: a sector analysis from Pakistan // International Journal of Business and Behavioral Sciences. 2013. Vol. 3. № 9, P. 16 – 33.
36. Arnold G. Tracing the development of value-based management. In Value-Based Management: Context and application. Edited by Glen Arnold and Matt Davies. Wiley. 2000. P. 7 – 36.
37. Ashbaugh H., Olsson P. An exploratory study of the valuation properties of cross listed firm’s IAS and U.S. GAAP earnings and book values. Accounting Review. 2002. Vol. 77, №. 1, P. 107 – 126.
38. Asquith P., Mullins D. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth // Journal of Business. 1983. Vol. 56, № 1, P. 77 – 96.
39. Auerbach A. Wealth maximization and the cost of capital // Quarterly Journal of Economics. 1979. Vol. 93, P. 433 – 446.
40. Ba Aggarwal R., Cao J., Chen F. Information environment, dividend changes, and signaling: Evidence from ADR firms // Contemporary Accounting Research. 2012. Vol. 29, № 2, P. 403 – 431.
41. Baker M., Wurgler J. A catering theory of dividends // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. № 2, P. 1125 – 1165.
42. Balachandran B., Krishnamurti C., Theobald M., Vidanapathirana B. Dividend reductions, the timing of dividend payments and information content // Journal of Corporate Finance 2012. Vol. 18, P. 1232 – 1247.
43. Baker H. K., Farrelly G. E., Edelman R. B. A survey of management views on dividend policy // Financial Management. 1985. Vol. 14, P. 78 – 84.
44. Benartzi S., Michaely R., Thaler R. Do changes in dividends signal the future or the past? // Journal of Finance. 1997. Vol. 52, P. 1007 – 1043.
45. Benlemlih M. Why do socially responsible firms pay more dividends? // Working Paper, Grenoble University. 2014. P. 1 – 59.
46. Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy, and «The Bird in the Hand» Fallacy // The Bell Journal of Economics. 1979. Vol. 10. № 1, P. 259 – 270.
47. Bhattacharya U., Daouk H. The World Price of Insider Trading // Journal of Finance. 2002. Vol. 57, P. 75 – 108.
48. Bird A. Dividends and shareholder taxation: Evidence from Canada // Working paper. Carnegie Mellon University. 2013. P. 1 – 41.
49. Blouin J. L., Raedy J. S., Shackelford D. A. Dividends, share repurchases, and tax clienteles: Evidence from the 2003 reductions in shareholder taxes // Accounting Review. 2011. Vol. 86, P. 887 – 914.
50. Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maxsimovic V. Capital structures in developing countries // Journal of Finance. 2001. Vol. 56, P. 87 – 130.
51. Booth L., Zhou J. Dividend policy: A selective review of results from around the world // Global Finance Journal. 2017. Vol. 34, P. 1 – 15.
52. Bozos K., Nikolopoulos K., Ramgandhi G. Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London stock exchange // International Review of Financial Analysis. 2011. Vol. 20, P. 364 – 374.
53. Braggion F., Moore L. Dividend policies in an unregulated market: The London stock exchange 1895–1905 // Review of Financial Studies. 2011. Vol. 24, P. 2935 – 2973.
54. Brav A., Graham J. R., Harvey C. R., Michaely R. Payout policy in the 21st century // Journal of Financial Economics. 2005. Vol. 77, P. 483 – 527.
55. Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. 10-th ed. McGraw Hill, Irwin. 2011. 969 p.
56. Brennan M. J. Investor taxes, market equilibrium and corporation finance // The Journal of Finance. 1970. Vol. 37. № 2, P. 429 – 443.
57. Brockman P., Unlu E. Dividend policy, creditor rights, and the agency cost of debt // Journal of Financial Economics. 2009. Vol. 92, P. 276 – 299.
58. Brockman P., Tresl J., Unlu E. Insider trading laws and dividend policy // Journal of Corporate Finance. 2014. Vol. 29, P. 263 – 287.
59. Brockman P., Unlu E. Earned / contributed capital, dividend policy and disclosure quality: An international study // Journal of Banking and Finance. 2011. Vol. 35, P. 1610 – 1625.
60. Brown J. R., Liang N., Weisbenner S. Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut // Journal of Finance. 2007. Vol. 62, P. 1935 – 1965.
61. Brook Y., Charlton W. T., Hendershott R. J. Do firms use dividends to signal large future cash flow increases? // Financial Management. 1998. Vol. 27, P. 46 – 57.
62. Bushman R., Piotroski J., Smith A. Insider Trading Restrictions and Analysts’ Incentives to Follow Firms // Journal of Finance. 2005. Vol. 60, P. 35 – 66.
63. Byard D., Y. Li, Y. Yu. The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts’ Information Environment // Journal of Accounting Research. 2011. Vol. 49, P. 69 – 96.
64. Chetty R., Saez E. Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut // Quarterly Journal of Economics. 2005. Vol. 120, P. 791 – 833.
65. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: measuring and managing the value of companies. John Wiley & Sons: N. Y. 1995. 576 p.
66. Dar-Hsin Chen, Hsiang-Hsi Liu, Cheng-Ting Huang. The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China // The Chinese Economy. 2009. Vol. 42, № 1, P. 62 – 85.
67. Daske H., Hail L., Leuz C., Verdi R. Mandatory IFRS Reporting Around the World: Early Evidence on the Economic Consequences // Journal of Accounting Research. 2008. Vol. 46, P. 1085 – 1142.
68. DeAngelo H., DeAngelo L. Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms // Journal of Finance. 1990. Vol. 45. № 5, P. 1415 – 1431.
69. De Cesari A., Huang-Meier W. Dividend changes and stock price informativeness // Journal of Corporate Finance. 2015. Vol. 35, P. 1 – 17.
70. Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic V. Law, finance, and firm growth // Journal of Finance. 1998. Vol. 53, P. 2107 – 2138.
71. Denis D. J., Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89, P. 62 – 82.
72. Dewenter K. L., Warther V. A. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms // Journal of Finance. 1998. Vol. 53, P. 879 – 904.
73. Diamond D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. 1984. Vol. 51. № 3, P. 393 – 414.
74. Donaldson G. Financial goals: Management versus stockholders // Harvard Business Review. 1963. Vol. 41. № 3, P. 116 – 129.
75. Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // The American Economic Review. 1984. Vol. 74. № 4, P. 650 - 659.
76. Easton S. Earnings and dividends: Is there an interaction effect? // Journal of Business Finance and Accounting. 1991. Vol. 18. № 2, P. 255 – 266.
77. Faccio M., Lang L., Young L. Dividends and expropriation // American Economic Review. 2001. Vol. 91, P. 54 – 78.
78. Fama E., Babiak H. Dividend Policy: An Empirical Analysis // Journal of the American Statistical Association. 1968. Vol. 63. № 324, P. 1132 – 1161.
79. Fama E. F., French K. R. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? // Journal of Financial Economics. 2001. Vol. 60, P. 3 – 43.
80. Farrelly G. E., Edelman R. B. A survey of management views on dividend policy // Financial Management. 1985. Vol. 14, P. 78 – 84.
81. Feenberg D. Does the investment interest limitation explain the existence of dividends? // Journal of Financial Economics. 1981. Vol. 9, P. 265 – 269.
82. Ferris S. P., Jayaraman N., Sabherwal S. Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence // Journal of Banking and Finance. 2009. Vol. 33. № 9, P. 1730 – 1738.
83. Fernandes N., Ferreira M. Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness // Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22, P. 1845 – 1887.
84. Firth M., Gao J., Shen J., Zhang, Y. Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China // Journal of Banking and Finance. 2016. Vol. 65, P. 91 – 107.
85. Frankel R., Lee C. Accounting valuation, market expectation, and cross sectional stock returns // Journal of Accounting and Economics. 1998. Vol. 25. № 3, P. 283 – 319.
86. Gill A., Bigger H., Tibrewala R. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States // The Open Business Journal. 2010. Vol. 3, P. 8 – 14
87. Graham B., Dodd D. Security Analysis: Principles and Techniques. 3rd ed. New York: McGraw-Hill Book Company. 1951. 432 p.
88. Graham J., Kumar A. Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors // Journal of Finance. 2006. Vol. 61. № 3, P. 1305 – 1336.
89. Gonedes N. J. Corporate Signaling External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income and Extraordinary Items // Journal of Accounting Research.1978. Vol. 16. № 1. P. 26 – 79.
90. Gonzalez M., Molina C. A., Pablo E., Rosso J. W. The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America // Emerging Markets Review. 2016. Vol. 30, P. 1 – 18.
91. Gordon M. J., Shapiro E. Capital equipment analysis: The required rate of profit // Management Science. 1956. Vol. 3, P. 102 – 110.
92. Goyal A., Muckley C. Cash dividends and investor protection in Asia // International Review of Financial Analysis. 2013. Vol. 29, P. 31 – 43.
93. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? // Journal of Business. 2002. Vol. 75. № 3, P. 378 – 424.
94. Hail L., Tahoun A., Wang C. Dividend payouts and information shocks // Journal of Accounting Research. 2014. Vol. 52, P. 403 – 456.
95. Hail L. Discussion of Investor Protection and Analysts’ Cash Flow Forecasts Around the World // Review of Accounting Studies. 2007. Vol. 12, P. 421 – 441.
96. Hassan A.U., Tanveer M., Siddique M., Mudasar M. Tax shield and its impact on corporate dividend policy: evidence from Pakistani stock market // Ibusiness. 2013. Vol. 5. № 4, P. 184 – 188.
97. Hauser R., Thornton J. Dividend policy and corporate valuation // Managerial Finance. 2017. Vol. 43, № 6, P. 663 – 678.
98. Healy P. M., Palepu K. G. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions // Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 21, P. 149 – 176.
99. Herron R., Platt K. World dividends and tax shocks // Global Finance Journal. 2020, P. 1 – 23.
100. He W., Ng L., Zaiats N., Zhang B. Dividend policy and earnings management across countries // Journal of Corporate Finance. 2017. Vol. 42, P. 267 – 286.
101. Hoberg G., Prabhala N. R. Disappearing dividends, catering, and risk // Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22. № 1, P. 79 – 116.
102. Jayaraman S. The Effect of Enforcement on Timely Loss Recognition: Evidence from Insider Trading Laws // Journal of Accounting and Economics. 2012. Vol. 53, P. 77 – 97.
103. Jacob M., Jacob M. Taxation, dividends, and share repurchases: Taking evidence global // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2013. Vol. 48. № 4, P. 1241 – 1269.
104. James E. Walter. Dividend Policy and Common Stock Prices // The Journal of Finance. 1956. Vol. 11. № 1, P. 29 – 41.
105. James S. A., D. W. Blackwell, W. L. Megginson. The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts // The Journal of Finance. 1991. Vol. 46, P. 383 – 399.
106. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // The American Economic Review. 1986. Vol. 76. № 2, P. 323 – 329.
107. Jensen M. William M., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3, P. 305 – 360.
108. Jeong J. Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea // Emerging Markets Review. 2013. Vol. 17, P. 76 – 88.
109. Jiang Z., Kim K. A., Lie E., Yang S. Share repurchases, catering, and dividend substitution // Journal of Corporate Finance. 2013. Vol. 21, P. 36 – 50.
110. Joliet R., Muller A. Dividends and foreign performance signaling // Multinational Finance Journal. 2015. Vol. 19, № 2, P. 77 – 107.
111. John K., Knyazeva A., Knyazeva D. Governance and payout precommitment // Journal of Corporate Finance. 2015. Vol. 33, P. 101 – 117.
112. Khan T. Company dividends and ownership structure: Evidence from U.K. panel data // Economic Journal. 2006. Vol. 116, P. 172 – 189.
113. Knight J. Value-Based Management: Developing a systematic approach to creating shareholder value. McGraw-Hill, N.Y. 1998. 307 p.
114. Korkeamaki T., Liljeblom E., Pasternack D. Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? // Journal of Corporate Finance. 2010. Vol. 16, P. 572 – 587.
115. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance //Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106, P. 1113 – 1155.
116. La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. Agency problems and dividend policy around the world // Journal of Finance. 2000. Vol. 55, P. 1 – 33.
117. Landsman W., Maydew E., Thornock J. The Information Content of Annual Earnings Announcements and Mandatory Adoption of IFRS // Journal of Accounting and Economics. 2012. Vol. 53, P. 34 – 54.
118. Liang Sh., K. Chuck, G. Omrane. Dividend policy: balancing shareholders’ and creditors’ interests // Journal of Financial Research. 2013. Vol. 36, № 1, P. 43 – 49
119. Leentje Moortgat, Jan Annaert, Marc Deloof. Investor protection, taxation, and dividend policy: Long-run evidence, 1838–2012 // Journal of Banking and Finance. 2017. Vol. 85, P. 113 – 131.
120. Leland H., Pyle D. Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries // Journal of Finance. 1977. Vol. 32, P. 371 – 387.
121. Li W., Lie E. Dividend changes and catering incentives // Journal of Financial Economics. 2006. Vol. 80. № 2, P. 293 – 308.
122. Lintner J. Distribution of Incomes of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // American Economic Review. 1956. Vol. 46. No. 2, P. 97 – 113.
123. Lipson M. L., Maquiera C. P., Megginson W. Dividend and earnings surprises // Financial Management. 1998. Vol. 27, P. 36 – 45.
124. Litzenberger R., Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices // Journal of Finance Economics. 1979. Vol. 7. № 2, P. 163 – 195.
125. Litzenberger R., Ramaswamy K. The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects // Journal of Finance. 1982. Vol. 37. № 2, P. 429 – 443.
126. Lonie A. A., Abeyratna G., Power D. M., Sinclair, C. D. The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals // Journal of Economic Studies. 1996. Vol. 23. № 1, P. 32.
127. Lu Denga, Sifei Lib, Mingqing Liaoc. Dividends and earnings quality: Evidence from China // International Review of Economics and Finance. 2017. P. 255 – 268
128. Mansi S., Wald J. K. Payout policy with legal restrictions // Financial Management. 2011. Vol. 40, P. 701 – 732.
129. Marsh T. A., Merton R. C. Dividend behavior for the aggregate stock market // Journal of Business. 1987. Vol. 60. № 1, P. 1 – 40.
130. Miller M. H., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information // The Journal of Finance. 1985. Vol. 40. № 4, P. 1031 – 1051.
131. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. 1961. Vol. 34. № 4, P. 411 – 433.
132. Miller M., Scholes M. Dividends and taxes // Journal of Financial Economics. 1978. Vol. 6. № 4, P. 333 – 364.
133. Morck R., Young B., Yu W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58, № 1, P. 215 – 260.
134. Myers S. C. Financial architecture // European Financial Management. 1999. Vol. 5, P. 133 – 141.
135. Naeem S., Nasr M. Dividend policy of pakistani firms: trends and determinants. International Review of Business Research Papers. 2007. Vol. 3. № 3, P. 242 – 254.
136. Neve s E., Torre C. Dividends: New evidence on the catering theory // Working Papers "New Trends on Business Administration". 2006.
137. Nissim D., Ziv A. Dividend Changes and Future Profitability // Journal of Finance. 2001. Vol. 56, № 6, P. 2111 – 2133.
138. Ordu M. M., Enekwe C. I., Anyanwaokoro M. Effect of dividend payment on the market price of shares: A study of quoted firms in Nigeria // IOSR Journal of Economics and Finance. 2014. Vol. 5. № 4, P. 49 – 62.
139. Pattenden K., Twite G. Taxes and dividend policy under alternative tax regimes // Journal of Corporate Finance. 2008. Vol. 14, P. 1 – 16.
140. Penman S., Sougiannis T. Comparison of dividend cash flow and earnings approaches to equity valuation // Contemporary accounting research. 1998. Vol. 15, № 3, P. 343 – 383.
141. Poterba J., Summers L. Dividend Taxes, Corporate Investment, and “Q” // National Bureau of economic research. 1981. № 829, P. 1 – 49.
142. Poterba J. Tax policy and corporate savings. Brookings Papers on Economic Activity. 1987. Vol. 2, P. 455 – 503.
143. Poterba J., Summers L. The economic effects of dividend taxation // National Bureau of economic research. 1984. № 1352, P. 1 – 84.
144. Poterba J. Summers L. New evidence that taxes affect the valuation of dividends // Journal of Finance. 1984. Vol. 39, P. 1397 – 1415.
145. Priya S. Azhagaiah R. The impact of dividend policy on shareholders’ wealth // International Research journal of Finance and Economics. 2008. Vol. 20, P. 181 – 187.
146. Rajan R., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from the international data // Journal of Finance. 1995. Vol. 50, P. 1421 – 1460.
147. Rakotomavo M.T.J. Corporate investment in social responsibility versus dividends? // Social Responsibility Journal. 2012. Vol. 8 № 2, P. 199 – 207.
148. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance // Free Press: N.Y. 1986. P. 270.
149. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach // The Bell Journal of Economics. 1977. Vol. 8. № 1, Р. 23 – 40.
150. Ross W. The Information Content of Dividends // Journal of Business. 1973. Vol. 46, P. 191 – 211.
151. Shao L., Kwok C., Guedhami O. National culture and dividend policy // Journal of International Business Studies. 2010. Vol. 41, P. 1391 – 1414.
152. Shleifer A., Vishny R. W. A survey of corporate governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52, P. 737 – 783.
153. Subramanian R. I., Ramesh P. R. Share repurchases and the flexibility hypothesis // Journal of Financial Research. 2017. Vol. 40, № 3. P. 287 – 313.
154. Tangjitprom, N. Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand // Studies in Economics and Finance. 2013. Vol. 30. № 1, P. 45 – 55.
155. Taylor P. A. The information content of dividends hypothesis: back to the drawing board // Journal of Business Finance and Accounting. 1979. Vol. 6. № 4, P. 495 – 526.
156. Uwuigbe U., Jafaru J., Ajayi A. Dividend policy and firm performance: a study of listed firms in Nigeria // Accounting and Management Information Systems. 2012. Vol. 11. № 3, P. 442 – 454.
157. Watts R. The information content of dividends // Journal of Business. 1973. Vol. 46, P. 191 – 211.
158. Williams J. Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium // Journal of Finance. 1985. Vol. 40, P. 1053 – 1070.
159. Yegon C., Cheruiyot J., Sang J. Effects of Dividend Policy on Firm’s Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya // Research Journal of Finance and Accounting. 2014. Vol. 5. № 12, P. 136 – 144.
160. Zhang I., Zhang Y. Insider Trading Restrictions and Insiders’ Supply of Information: Evidence from Earnings Smoothing // Contemporary accounting research. 2018. Vol. 38. № 2, P. 898 – 929.