

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ, СТРУКТУРА  
СОБСТВЕННОСТИ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА  
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С ДВУМЯ ТИПАМИ АКЦИЙ**

Выпускная квалификационная работа  
студента 4 курса бакалаврской программы,  
профиль – Финансовый менеджмент

**ШОРОХОВОЙ Екатерины Сергеевны**

---

*(подпись)*

Научный руководитель к.э.н., доцент  
ИЛЬИНА Юлия Борисовна

---

*(подпись)*

Санкт-Петербург  
2016

## **ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ**

Я, Шорохова Екатерина Сергеевна, студентка 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – «Финансовый менеджмент»), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Корпоративное управление, структура собственности и дивидендная политика российских компаний с двумя типами акций», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_ (Дата)

## **СОДЕРЖАНИЕ**

<b>Введение .....</b>	<b>4</b>
<b>Глава 1. Дивидендная политика и структура собственности.....</b>	<b>6</b>
1.1. Дивидендная политика и корпоративное управление.....	6
1.2. Особенности корпоративного управления в компаниях с двумя типами акций и опыт России.....	11
1.3. Анализ исследований в области корпоративного управления и структуры собственности.....	16
1.4. Гипотезы исследования.....	24
<b>Глава 2. Эмпирическое исследование взаимосвязи структуры собственности и дивидендной политики российских компаний с двумя типами акций.....</b>	<b>29</b>
2.1. Методология.....	29
2.2. Формирование выборки и описательная статистика .....	29
2.3. Результаты регрессионного анализа .....	40
2.4. Основные выводы и результаты исследования .....	47
<b>Заключение .....</b>	<b>60</b>
<b>Список использованных источников .....</b>	<b>63</b>

## **ВВЕДЕНИЕ**

Данная работа посвящена изучению взаимосвязи дивидендной политики и структуры собственности российских компаний с двумя типами акций. Эта проблематика на протяжении многих лет сохраняет свою актуальность, поскольку политика компаний в отношении дивидендных выплат по разным типам акций имеет свои особенности, отражая интересы различных групп собственников. Дивидендная политика компаний чувствительна, в том числе, к степени концентрации собственности, уровню власти определенных групп акционеров, связана с качеством корпоративного управления и степенью защиты прав миноритарных акционеров. По этой причине, изучение факторов, взаимосвязанных с дивидендной политикой, важно с точки зрения повышения уровня корпоративного управления, защиты прав различных групп акционеров и предотвращения возникновения конфликтных ситуаций на почве противоречия интересов различных групп собственников компании.

Целью данной работы является исследование взаимосвязи концентрации и структуры собственности с величиной дивидендных выплат по двум типам акций. В рамках данного исследования были поставлены следующие основные задачи:

1. Выявление на основе анализа результатов российских и зарубежных исследований факторов структуры собственности, изучение взаимосвязи которых с размером дивидендных выплат наиболее актуально для российских компаний с двумя типами акций;
2. Анализ взаимосвязи этих факторов с размером совокупных дивидендных выплат российских компаний с двумя типами акций, а также с размером дивидендных выплат по каждому типу акций по-отдельности;
3. Выявление значимых для российских публичных компаний с двумя типами акций факторов структуры собственности и интерпретация возможных причин их взаимосвязи с величиной дивидендных выплат.

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 основные факторы структуры собственности, которые рассматриваются в рамках эмпирических исследований, и взаимосвязь которых с дивидендной политикой российских компаний с двумя типами акций потенциально может оказаться значимой. Кроме того, выявляются также и новые факторы, взаимосвязь которых с дивидендной политикой ранее изучена не была, однако которые отмечались авторами исследований как потенциально интересные для дальнейшего изучения. На основе данных о российских

акционерных обществах с двумя типами акций, торговавшихся на Московской бирже в период с 2010 по 2013 годы включительно, проводится эконометрическое моделирование, выявляется взаимосвязь определенных факторов с дивидендной политикой компаний по двум типам акций, а также характер данной взаимосвязи. Источниками информации по компаниям служат годовые и квартальные отчеты компаний, а также электронные базы данных СКРИН, СПАРК, Thomson Reuters Datastream. Результаты проведенного эмпирического исследования обобщаются, анализируются и интерпретируются в рамках теории корпоративного управления и с точки зрения практики дивидендной политики.

Первая глава работы посвящена рассмотрению дивидендной политики с точки зрения различных аспектов корпоративного управления, освещению основной проблематики, обуславливающей актуальность данного исследования. Отдельный раздел посвящен рассмотрению исторических особенностей формирования двух типов акций в Российской Федерации и законодательному регулированию прав владельцев различных типов акций, а также характерным особенностям корпоративного управления и структуры собственности в российских компаниях. Далее рассматриваются результаты российских и зарубежных исследований, посвященных изучаемой проблематике. Наконец, на основе проведенного обзора литературы обосновывается выбор факторов структуры собственности, вошедших в исследование, и формулируются гипотезы исследования.

Во второй главе описывается методология проведенного эмпирического исследования, приводится описание переменных, вошедших в модели, и рассматривается их описательная статистика. Далее следует описание результатов оценивания регрессионных моделей по панельным данным. Наконец, основные результаты проведенного исследования обобщаются и интерпретируются, приводятся основные приложения результатов.

Результаты исследования позволяют сделать вывод об особенностях взаимосвязи широкого круга факторов структуры и концентрации собственности в российских компаниях с двумя типами акций с дивидендной политикой этих компаний, а также проследить различия в формировании дивидендной политики по обыкновенным и привилегированным акциям на российском рынке. Полученные выводы могут быть полезны в совершенствовании дивидендной политики российских компаний с двумя типами акций с целью максимального учета интересов различных групп акционеров, защиты их прав и повышения инвестиционной привлекательности компаний.

# Глава 1. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ

## 1.1. Дивидендная политика и корпоративное управление

Одним из важнейших решений, которые принимает акционерное общество в рамках своей финансовой политики, является решение о том, какая доля чистой прибыли должна быть распределена между акционерами в виде дивидендов. На протяжении многих десятилетий дивидендная политика компаний является предметом многочисленных исследований в сферах корпоративного управления и финансов, поскольку при принятии решения о выплате дивидендов компания должна учесть зачастую противоречащие интересы различных групп стейкхолдеров. Интерес к данной теме возник в 50-х годах XX века, с выходом в 1956 году работы знаменитого профессора Гарвардской школы бизнеса Джона Линтнера, посвященной изучению политики распределения прибыли компаний на примере выборки американских фирм за период с 1947 по 1953 годы [Lintner, 1956]. После этого стало появляться множество исследований, в которых различным образом объяснялась политика выбора компанией подходов к выплате дивидендов.

Различные теории, трактующие политику компаний в отношении выплат дивидендов, уже много лет исследуются учеными. Существует множество взглядов на необходимость и целесообразность выплаты дивидендов, и исследования в данной сфере корпоративного управления никогда не теряют актуальность. Ниже приведен обзор основных теорий дивидендной политики, существующих на данный момент.

Согласно «теории иррелевантности дивидендов», созданной Ф. Модильяни и М. Миллером в 1961-1963 годах, дивидендная политика компании никаким образом не влияет на ее стоимость, так как не изменяет богатство акционеров. Авторы утверждают, что повышение сумм выплачиваемых сегодня дивидендов ведет к сокращению капиталовложений завтра, то есть, выплачивая большие дивиденды, компания исключает для себя возможности инвестиций в проекты, способствующие развитию бизнеса, и вынуждена компенсировать это уменьшение нераспределенной прибыли выпуском новых акций. Это приводит к тому, что полученные акционерами сегодня дивиденды ведут к сокращению будущих дивидендов, поэтому, по сути, не увеличивают богатство акционеров [Miller, Modigliani, 1961; Miller, Modigliani, 1963]. Существенным условием для соблюдения на практике данной теории является ряд допущений, принятых Модильяни и Миллером, среди которых совершенство рынков (отсутствие транзакционных издержек, в том числе затрат на размещение акций, отсутствие налогов,

равномерный доступ всех заинтересованных сторон к информации о деятельности компании), из-за которых данная теория может рассматриваться только как абстрактная, но едва ли имеющая отношение к реальной практике бизнеса. Поскольку в реальности рынки несовершенны, появилось множество других теорий, с разных сторон объясняющих подход фирмы к выплате дивидендов.

Существует теория дивидендной политики, получившая название «теория предпочтительности дивидендов», описанная М. Гордоном и Д. Линтнером в 1961-1963 годах [Lintner, 1963]. Второе название этой теории – «теория синицы в руке», очень ярко характеризует ее сущность, во многом противоположную логике теории иррелевантности дивидендов. Авторы полагают, что стоимость привлечения акционерного капитала для компании снижается с ростом величины коэффициента дивидендных выплат. Они объясняют это особенностями человеческой психологии, а именно стремлением инвесторов получить пусть небольшой, но гарантированный доход «здесь и сейчас». Акционеры понимают, что прирост стоимости капитала в будущем им не гарантирован, поскольку во многом зависит от непредсказуемых условий внешней среды, в то время как дивидендный доход они могут себе гарантировать, если примут соответствующее решение. Таким образом, чтобы повысить благосостояние акционеров, компания должна выплачивать в виде дивидендов максимально возможную долю прибыли.

Другая теория, которая называется «теорией налоговых предпочтений» или «теорией налоговых асимметрий», была создана Р. Литценбергером и К. Рамасвами в начале 1980-х [Litzenberger, Ramaswamy, 1982]. Согласно данной теории, компания регулирует свою дивидендную политику таким образом, чтобы минимизировать налоговые выплаты. Налогообложение доходов в текущем периоде выше, чем налогообложение предстоящих доходов, поэтому компании сокращают текущие дивиденды и максимально реинвестируют прибыль. По наблюдению авторов, поскольку ставка налога на дивиденды обычно выше, чем ставка налога на прирост капитала, уплата которого, к тому же, может быть отсрочена, компаниям целесообразно платить как можно более низкие дивиденды для максимизации благосостояния собственников, вместо этого реинвестируя прибыль.

Существует также «сигнальная теория дивидендов», согласно которой выплата дивидендов служит для акционеров сигналом о перспективах развития компании. Акционеры и инвесторы менее информированы о состоянии компании, чем ее менеджеры-инсайдеры, однако они понимают, что менеджеры неохотно меняют дивидендную политику компании, стремясь ее «сглаживать». Поэтому, если компания повышает дивиденды, акционеры делают вывод, что более информированные менеджеры

уверены в будущем компании и строят оптимистичные прогнозы касательно ее прибылей. Если же компания снижает дивиденды по сравнению с предыдущим периодом, это наталкивает акционеров на мысль о плохом финансовом положении компании и возможном уменьшении ее прибылей в ближайшем будущем. Как следствие, после объявления о повышении дивидендов цена акций компании начинает расти, а при объявлении о выплате низких дивидендов (или их невыплате) – падать [Lintner, 1956]. Ключевое отличие данной теории от двух предыдущих заключается в том, что согласно ей, акционеры никоим образом не предпочитают выплаты дивидендов реинвестированию нераспределенной прибыли. Их реакция на дивиденды обусловлена лишь информационным содержанием, которое дивиденды несут в себе.

Согласно «теории влияния эффекта клиентуры», дивидендная политика компании формируется менеджерами таким образом, чтобы удовлетворить текущих акционеров и привлечь определенные типы инвесторов в будущем. Теория основана на том, что различные группы инвесторов имеют разные предпочтения в отношении величины выплачиваемых им дивидендов. Например, индивидуальные инвесторы, а также некоторые институциональные (благотворительные и трастовые фонды) ценят высокие дивиденды, поскольку могут использовать немедленные денежные доходы в своих личных целях. Те же инвесторы, которые не испытывают потребности в мгновенных денежных средствах, не отдают предпочтения высоким дивидендам, которые, к тому же, зачастую еще и облагаются более высоким налогом. Компания должна ориентироваться на интересы большинства своих акционеров и подстраивать дивидендные выплаты под их предпочтения, что в скором времени приведет к однородной в плане отношения к дивидендам структуре акционеров [Shefrin, Statman, 1984].

Интересной концепцией, связанной с теорией корпоративного управления, является «агентская теория дивидендов», которая впервые была описана в работе Ф. Истербрука [Easterbrook, 1984]. Она основана на предположении о том, что разумная дивидендная политика способна существенно снизить остроту агентского конфликта в компаниях. Суть данного конфликта заключается в противоречии интересов менеджеров компании интересам ее акционеров, в связи с чем менеджеры используют нераспределенную прибыль фирмы для вложений в заведомо невыгодные для компании проекты с целью получения личных выгод, вместо того, чтобы выплатить ее акционерам в виде дивидендов [Jensen, Meckling, 1976, p.313]. Кроме того, многие исследователи также утверждают, что агентский конфликт возникает не только между менеджерами и акционерами, но и между контролирующими и миноритарными акционерами. Это может привести к снижению ценности фирмы и высоким издержкам мониторинга менеджмента,



в связи с чем акционеры-аутсайдеры предпочитают дивидендные выплаты приросту капитала. Поэтому компании, с целью снижения агентских издержек, ограничивают денежный поток в руках менеджеров и переводят его акционерам в виде дивидендов. Дисциплинирующее воздействие высоких дивидендных выплат на руководство компании заключается в том, что оно вынуждает компанию обращаться за внешним капиталом для финансирования текущих плановых инвестиций. Во-первых, стабильные выплаты дивидендов создают компании благоприятный имидж на рынке, что способствует более выгодному привлечению внешнего капитала. Во-вторых, потенциальные инвесторы, к которым компания обращается за капиталом, тщательно оценивают эффективность руководящего аппарата компании, что оказывает на менеджмент дисциплинирующее воздействие и способствует смягчению агентской проблемы.

Существуют исследования на основе агентской теории, которые связывают дивидендную политику компании с качеством корпоративного управления. Основной работой на данную тему является статья Р. Ла Порты и др. [La Porta et al., 2000], в которой формулируются две модели политики выплаты дивидендов, связывающие ее с качеством корпоративного управления в компании. Первая модель получила название «результативная модель дивидендов», соответственно которой наиболее высокие дивиденды выплачиваются компаниями с наиболее высоким уровнем корпоративного управления, при котором акционеры-аутсайдеры имеют большое влияние на менеджмент компании и ее контролирующих акционеров, не позволяют ущемлять свои права и добиваются распределения свободных денежных средств в виде дивидендов. Другая модель, называемая «моделью замещения», гласит, что высокие дивиденды являются подменой эффективного корпоративного управления в компании, которое в реальности является слабым. В таких компаниях права акционеров зачастую нарушаются, однако компания пытается скрыть это и добиться противоположной репутации на рынке, чтобы иметь возможность привлекать внешний капитал. Таким образом, в рамках агентской теории существуют различные интерпретации дивидендной политики компании.

Существуют также исследования (например, [La Porta et al., 2000]), показывающие, что на дивидендную политику компании оказывает влияние уровень правовой защиты акционеров в государстве. Практика показывает, что в странах с англосаксонской правовой системой (common law) уровень защиты прав инвесторов выше, чем в странах с романо-германской правовой системой (civil law). В странах «common law» наблюдается более сильное распыление собственности и более высокие показатели величины дивидендных выплат. Одной из работ, в которой эмпирически подтверждается данное наблюдение, является исследование А. Гояла и К. Макли [Goyal, Muckley, 2013], в

котором авторы изучают дивидендные выплаты компаний десяти азиатских стран в период с 1990 по 2009 год и обнаруживают, что компании в странах «common law» платят дивиденды чаще, чем компании стран «civil law», и, в среднем, коэффициенты дивидендных компаний стран с англосаксонским правом выше. Отсюда следует вывод, что права мелких акционеров в странах с англосаксонским правом лучше защищены, и эффективнее используются последними для защиты своих интересов и получения дивидендов при возникновении агентских конфликтов. Нужно отметить, что Россия относится к странам с «civil law». По результатам исследования KMPG для Российской Федерации характерны низкая степень защиты прав инвесторов, недостаток экспертного опыта в применении существующего законодательства к регуляции корпоративного управления и высокая концентрация собственности в руках частных и государственных компаний<sup>1</sup>. Особо остро проблема низкой защищенности миноритарных акционеров и существования конфликтов интересов в компаниях в России проявилась в 2008-2009 годах, в период финансового кризиса. Целью улучшения качества корпоративного управления является усиление защиты прав и интересов всех акционеров для повышения инвестиционной привлекательности российских компаний, привлечения инвестиций и улучшения экономической ситуации в стране. В связи с этим, изучение вопросов дивидендной политики российских компаний в рамках агентской теории является особенно актуальным.

Многочисленные исследования посвящены изучению связи дивидендной политики компаний со структурой собственности в этих компаниях. Структура собственности отражает доли обыкновенных акций от их общего числа (либо доли уставного капитала компании) у различных собственников компании. Данная тема представляет интерес вследствие того, что на основе рассмотренных выше теорий различные акционеры могут иметь зачастую различающиеся и даже прямо противоположные интересы в отношении дивидендной политики компании ввиду налоговых преимуществ, возможностей извлечения частных выгод контроля, оппортунистического поведения, особенностей психологии и других причин. Эта проблема под разными углами рассматривалась российскими и зарубежными авторами, и подробный результат изучения исследований по данной теме представлен в параграфе 1.3 данной работы.

Наконец, нужно отметить, что низкие дивидендные выплаты уже много лет рассматриваются исследователями (например, в работе [Faccio, Lang, Young, 2001]) как один из особо часто применяемых способов ущемления прав миноритарных акционеров.

---

<sup>1</sup> Практики корпоративного управления в России: определение границ национальной модели // Экспертно-аналитический доклад. – Москва, 2011. – С. 1-27.

Рост интереса к исследованию дивидендной политики компаний в свете агентской проблемы может быть вызван, в том числе, большим числом корпоративных скандалов, темп возникновения которых увеличился за последние 10-15 лет, и яркие примеры которых можно найти как за рубежом, так и в Российской Федерации. Возникновение конфликтных ситуаций в компаниях связано, в частности, с недостаточным развитием систем корпоративного управления, следствием которого является ущемление прав определенных категорий акционеров, обогащение менеджеров и крупных собственников за счет незаконного использования инсайдерской информации в личных целях и другие проявления агентского конфликта [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. В связи с данными явлениями, изучение факторов, способных оказывать влияние на дивидендную политику компании на зарубежных и российском рынках, является актуальной темой для исследований.

## **1.2. Особенности корпоративного управления в компаниях с двумя типами акций и опыт России**

Компании с двумя типами акций представляют особый интерес с точки зрения исследований в области корпоративного управления и дивидендной политики. В практике бизнеса существуют различные способы распределения прав контроля в компании, реализуемые с помощью различных механизмов, одним из которых является выпуск двух типов акций. В чем же существенная разница между двумя типами акций? Обыкновенные акции представляют собой долевые ценные бумаги, дающие своим владельцам право на получение негарантированных и нефиксированных по размеру дивидендов, выплачиваемых из чистой прибыли общества, оставшейся после совершения всех обязательных платежей. Однако, владелец обыкновенной акции получает право на участие в управлении обществом через голосование на общем собрании акционеров. Привилегированные акции не дают своим владельцам права на участие в общем собрании акционеров (за исключением особых случаев, о которых будет упомянуто далее), однако их владельцы должны получать определенный уставом компании дивиденд, и выплаты по привилегированным акциям носят первоочередный характер по отношению к выплатам по акциям обыкновенным. Таким образом, появление привилегированных акций в компании приводит к нарушению равенства между правами на денежный поток и правами на контроль, поскольку владельцы привилегированных акций хоть и обладают первоочередным правом на денежный поток компании, принимать участия в управлении они, за исключением особо важных случаев, не могут. Рассмотрим подробнее историю

появления привилегированных акций в России и законодательное регулирование прав владельцев обоих типов акций.

Интерес к выпуску привилегированных акций среди компаний начал расти в 1980-х годах. С тех пор во многих странах закон допускает разделение прав на контроль и прав на денежный поток. В то же время, закон старается не допустить ущемления прав владельцев привилегированных акций и зачастую жестко регулирует их права, чтобы не допустить их несоблюдения. В России внедрение привилегированных акций произошло в 1992 году в рамках закона о приватизации<sup>2</sup>. Многие крупные государственные компании по законодательству были превращены в акционерные общества, 25% уставного капитала которых должны были быть распределены среди работников и бывших сотрудников в виде привилегированных акций. В законе также были прописаны основные пункты касательно правил использования привилегированных акций: их номинальная стоимость должна равняться номинальной стоимости обыкновенных, общий объем в обращении не должен превышать четверти уставного капитала, кроме того, величина дивиденда по ним была жестко связана с размером чистой прибыли компании. Этот дивиденд должен был быть выплачен в первую очередь, до выплаты дивиденда по обыкновенным акциям, и должен был быть как минимум равен последнему. Наконец, владельцы привилегированных акций, обычно не обладавшие правом голоса на общем собрании акционеров, получали это право в случае, если на собрании обсуждались вопросы, связанные с изменением прав держателей привилегированных акций, а также в случае обсуждения других вопросов, если перед этим держатели привилегированных акций не получили или не полностью получили причитающийся им дивиденд. Таким образом, законом были максимально определены и защищены права данной категории акционеров [Муравьев, 2004].

В настоящее время права владельцев привилегированных акций регулируются Федеральным законом "Об акционерных обществах". Согласно данному закону, держатели этого типа акций имеют право на дивиденд, размер которого прописан в уставе общества или, в случае, если в уставе размер дивиденда не определен, на дивиденд, равный дивиденду, выплачиваемому акционерам – держателям обыкновенных акций. То есть, в настоящее время размер дивиденда по привилегированным акциям законодательно не прикреплен к размеру чистой прибыли или выручки компании, а оставлен на

---

<sup>2</sup> Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества : указ Президента РФ от 01.07.1992 N 721 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_587/2011a123b16a58aa919bb52261df7e3ee94ca6e3/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_587/2011a123b16a58aa919bb52261df7e3ee94ca6e3/) (дата обращения: 08.04.2016).

усмотрение компании. Более того, размер дивиденда по привилегированным акциям в настоящее время вполне может быть меньше размера дивиденда по обыкновенным. Также в законе не указано, что номинальная стоимость привилегированных акций должна равняться номинальной стоимости обыкновенных акций, хотя данное правило рекомендуется Службой Банка России по финансовым рынкам для российских компаний с целью повышения качества корпоративного управления<sup>3</sup>. Владельцы привилегированных акций получают право голоса на общем собрании акционеров при решении вопросов, затрагивающих их права, причем в пользу владельцев данного типа акций играет то, что решение может быть одобрено только в случае согласия трех четвертей держателей привилегированных акций, то есть подавляющего большинства (голосование по таким вопросам проводится исключительно среди владельцев привилегированных акций, держатели обыкновенных акций на исход голосования повлиять не могут)<sup>4</sup>. Тем не менее, настоящий закон в значительной мере повысил степень свободы компаний в установлении прав владельцев привилегированных акций.

Хотя к настоящему времени в закон «Об акционерных обществах» внесены существенные поправки, усилившие защиту прав владельцев привилегированных акций, в частности, право вето на решения, затрагивающие их права, их положение все еще остается довольно уязвимым, и существует вероятность ущемления их прав. Помимо того, что компании имеют возможность самостоятельно определять, каким образом будет регулироваться размер дивидендов по привилегированным акциям, и в случае привязки размера данного дивиденда к размеру чистой прибыли у компаний остается некая свобода в трактовке понятия «чистая прибыль», поскольку точное определение данного понятия не закреплено в законе «Об акционерных обществах» [Муравьев, 2004]. Кроме этого, исследователи, изучающие ценовую разницу между обыкновенными и привилегированными акциями на российском рынке, отмечают и другие способы перенаправления денежных потоков к владельцам обыкновенных акций помимо явного изменения устава, например, через сделки слияний [Goetzmann, Spiegel, Ukhov, 2003].

Почему же российские компании выпускают привилегированные акции, «подписываясь» на выплату обязательных дивидендов, если в настоящее время законом не требуется обязательный их выпуск? Выпуск привилегированных акций позволяет

---

<sup>3</sup> Кодекс корпоративного управления [Электронный ресурс] / Служба Банка России по финансовым рынкам. - Режим доступа: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\\_management\\_study/corp\\_governance/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/corp_governance/index.html) (дата обращения: 10.05.2016).

<sup>4</sup> Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. - п.4, ст.32. — Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 15.04.2016).

контролирующим акционерам привлечь капитал в компанию, при этом не «размывая» степень собственного контроля и не возлагая на себя все издержки, связанные с наличием права на денежный поток. Владельцы крупных пакетов голосующих акций получают возможность «манипулирования» распределением прав на контроль в компании, поскольку с выпуском привилегированных акций происходит нарушение пропорционального разделения прав на контроль и риска, что ведет к возникновению агентских издержек. Таким образом, крупнейшие акционеры компании и менеджеры с долей собственности стремятся к сохранению своей доли обыкновенных акций, и, как следствие, сохранению контроля над компанией, что ведет к ущемлению прав миноритарных акционеров, ослаблению влияния механизмов рынка корпоративного контроля (существенно затрудняется враждебное поглощение компании) и росту возможностей извлечения частных выгод контроля. Данное явление получило название «окапывания» менеджеров [La Porta et al., 2000]. Кроме того, в российской практике компании обладают большой свободой относительно формулировки порядка определения дивидендов по привилегированным акциям в уставе компании и малым опытом в применении положений существующего законодательства таким образом, чтобы максимально учесть интересы всех держателей акций, что часто приводит к тому, что владельцы привилегированных акций вводятся в заблуждение относительно положенных им дивидендов и их прав на участие в управлении компанией. Более того, в случае необходимости, руководство компании имеет возможность манипулировать распределением прав на контроль и с той точки зрения, что даже в случае наличия у компании достаточных средств для выплат дивидендов по привилегированным акциям, контролирующие собственники могут принять решение об их невыплате, что даст владельцам привилегированных акций (которыми могут быть сами крупные держатели голосующих акций) право на участие в общем собрании акционеров наравне с держателями обыкновенных акций. Принятие такого решения является неэтичным с точки зрения лучших практик корпоративного управления, однако, является правом компании<sup>5</sup>.

Исследования показывают, что воздействие выпуска двух типов акций на ценность фирмы неоднозначно. Некоторые исследователи, например, С. Гроссман и О. Харт [Grossman, Hart, 1988] и М. Партч [Partch, 1987] эмпирически подтвердили, что выпуск привилегированных акций положительно связан с ценой акций компании. Однако другие исследования, например, работы [Jarrell, Poulsen, 1988; Villalonga, Amit, 2008; Kallberg,

---

<sup>5</sup> Кодекс корпоративного управления [Электронный ресурс] / Служба Банка России по финансовым рынкам. - Режим доступа: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\\_management\\_study/corp\\_governance/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/corp_governance/index.html) (дата обращения: 10.05.2016).

Liu, Villupuram, 2013] демонстрируют противоположный результат: цена акций компании падает при объявлении о выпуске привилегированных акций и растет в случае, если все акции компании превращаются в обыкновенные. Кроме того, подтверждается также, что при выпуске двух типов акций рыночная ценность компании снижается вследствие падения производительности и ухудшения финансовых показателей, а также отмечается усиление ущемления прав мелких собственников. Существуют также работы, например, исследование [Maury, Rajuste, 2007], в которых демонстрируется, что при объединении акций общества в один тип ценность компании возрастает за счет повышения качества корпоративного управления, расширения возможностей привлечения заемного капитала и увеличения объемов продаж. Все эти выводы соответствуют предположению о наличии эффекта «окапывания».

Исходя из вышесказанного, негативная реакция инвесторов на выпуск привилегированных акций может быть вполне оправдана. Как было упомянуто выше, выпуск второго типа акций может существенно обострить агентский конфликт в компании. В компаниях с одним видом акций права голоса распределены на все акции равномерно, и каждый акционер получает право голоса, равное доле принадлежащих ему акций. Агентский конфликт в таких компаниях возникает между инсайдерами (менеджерами) и аутсайдерами (акционерами) и между владельцами крупных и мелких пакетов акций. В компаниях с двумя типами акций, вследствие факторов, описанных выше, возникает также противоречие интересов владельцев обыкновенных и владельцев привилегированных акций, то есть агентский конфликт может быть существенно более острым. Контролирующий акционер, владеющий большей долей голосующих акций и имеющий возможность извлекать частные выгоды контроля за счет миноритарных акционеров, получает дополнительные возможности извлечения частных выгод, поскольку, по-прежнему сохраняя в своих руках бразды правления, не возлагает на себя дополнительных издержек [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011].

Практика показывает, что в подавляющем большинстве случаев, при равной номинальной стоимости акций двух типов, обыкновенные акции на рынке стоят значительно дороже. Данный факт говорит о том, что акции двух типов обладают разной ценностью для инвесторов, и обладание правом на контроль ценится ими выше, чем право только на денежный поток, пусть и преимущественное. То есть, инвесторы ожидают более высоких выгод от обладания голосующими акциями компании. Объяснения данному явлению находили многие исследователи. В первую очередь, как было упомянуто выше, мажоритарные акционеры имеют возможность извлекать частные выгоды от обладания крупным пакетом голосующих акций, используя свое преимущество на голосовании для

принятия решений, обладающих максимальной ценностью для них лично. Чем сильнее на рынке борьба за право на контроль, тем больше «отрыв» цены обыкновенных акций от цены привилегированных. Данная точка зрения высказывалась несколькими исследователями, например, С. Гроссманом и О. Хартом [Grossman, Hart, 1988], а также впоследствии А. Дайком и Л. Зингалесом [Dyck, L. Zingales, 2004]. Существует и мнение, что именно ущемление прав акционеров-владельцев привилегированных акций ведет к меньшей привлекательности и более низкой цене данного типа ценных бумаг по сравнению с обыкновенными акциями [Muravyev, 2009]. В работе [Muravyev, Berezinets, Pina, 2014] подробно изучается ситуация с двумя типами акций в российских компаниях. Авторы исследуют взаимосвязь между премией за контроль, рассчитанной как разница между ценой обыкновенных и привилегированных акций, деленая на цену привилегированных акций, и различными факторами корпоративного управления и финансовыми показателями компаний, предполагая возможность извлечения частных выгод контроля, и находят, что премия за контроль действительно взаимосвязана с различными факторами, в частности, со структурой совета директоров.

Таким образом, изучение дивидендной политики в России представляет особый интерес в компаниях, имеющих два типа акций, поскольку, ввиду различия в правах владельцев этих типов акций, увеличивающих возможности извлечения частных выгод контроля вследствие нарушения пропорциональности распределения прав на контроль и рисков, в таких компаниях может быть более остро выражен агентский конфликт и иметь место ущемление прав миноритарных акционеров.

### **1.3. Анализ исследований в области корпоративного управления и структуры собственности**

В настоящее время существует серьезная база исследований, посвященных исследованию дивидендной политики компаний во взаимосвязи с корпоративным управлением. И если изначально большинство эмпирических исследований в сфере корпоративного управления и дивидендной политики проводились на примере компаний с распыленной структурой собственности, то исследования на примерах компаний стран, в которых доминирует высокая концентрация собственности в руках одного или нескольких крупнейших акционеров, начали появляться с относительно недавнего времени.

В исследовании, проведенном А. Гомесом и У. Новаесом [Gomes, Novaes, 2005] и опубликованном в 2005 году, изучается роль контролирующих акционеров в корпоративном управлении. Авторы задаются вопросом: ведет ли контроль со стороны крупных собственников к повышению благосостояния мелких акционеров, или же



крупные собственники склонны руководствоваться своими личными побуждениями и максимизировать собственные выгоды, особенно в странах с низким уровнем защиты прав миноритарных акционеров? Исследователи приходят к выводу, что крупные собственники могут играть разную роль в корпоративном управлении, которая зависит, в том числе, от внутренних характеристик фирмы и уровня защиты прав инвесторов в стране. Авторы отмечают, что в странах с низким уровнем защиты прав акционеров наличие одного контролирующего акционера в компании ведет к гораздо меньшей эффективности работы фирмы по сравнению с ситуацией, когда структура собственности более распыленная.

Другие исследователи эмпирически доказывают, что дивидендная политика компании непосредственно взаимосвязана со структурой собственности в ней: например, Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Pajuste, 2002], изучив выборку из 136 финских компаний, торговавшихся в период с 1993 по 2000 годы, обнаружили, что коэффициент дивидендных выплат обратно связан с долей контролирующего собственника (с более, чем 10%-й долей голосующих акций). Кроме того, исследователи отмечают, что факт присутствия в компании второго крупного акционера, а также совокупная доля трех крупнейших акционеров компании также обратно связаны с дивидендными выплатами. Авторы выносят вердикт в пользу результативной модели дивидендных выплат, отмечая, что высокая концентрация контроля в компании связана с более низкой долей чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, что является явным указанием на то, что для крупных акционеров существует возможность извлечения частных выгод контроля. Авторы утверждают, что крупные акционеры могут тайно «сговариваться» между собой для извлечения частных выгод контроля из компании и, путем снижения дивидендных выплат, направления средств на реализацию интересов, которые не разделяются миноритарными акционерами. Нужно отметить, что в финских компаниях, вошедших в выборку, медианное значение доли голосующих акций в руках у крупнейшего акционера составило 33,2%, что намного превосходит то же значение в компаниях Англии и США, составившее 9,9% и 5,4% соответственно, но сопоставимо с медианным значением этой доли в компаниях континентальной Европы, составившим 44,0%. Эта статистика, представленная авторами в исследовании, подтверждает, что в странах с континентальным правом преобладает высокая концентрация собственности, что может вести к нарушению прав миноритарных акционеров. Эти же идеи поддерживаются в статье Я. Бена и Я. Ханоусека [Bena, Hanousek, 2008]. Авторы исследуют рынок Чехии и эмпирически подтверждают, что крупные держатели акций извлекают частные выгоды контроля за счет ущемления прав миноритарных акционеров в среде с низким уровнем их

защиты и слабым корпоративным управлением через установление низких коэффициентов дивидендных выплат.

Однако, есть и исследования, результаты которых поддерживают другую точку зрения. С. Гроссман и Д. Харт [Grossman, Hart, 1980] на примере компаний Аргентины доказывают, что в компаниях с распыленной структурой собственности издержки миноритариев, возникающие на почве агентского конфликта могут быть выше, чем в компаниях с концентрированной собственностью. Дело в том, что каждому мелкому акционеру по-отдельности невыгодно осуществлять мониторинг менеджмента компании, в связи с чем возникает «проблема безбилетника» (free-rider problem), когда один акционер пытается уклониться от издержек мониторинга за счет других, и в целом снижается качество корпоративного управления в компании. У крупных же акционеров стимулы к мониторингу менеджмента более очевидны, и выгоды от мониторинга намного превышают издержки. Данная тема позднее была «подхвачена» другими исследователями, и в своих работах Р. Ла Порты с соавторами [La Porta et al., 2000] и А. Гомес [Gomes, 2000] приходят к заключению, что для стран, в которых законодательная защита мелких акционеров-аутсайдеров находится на низком уровне, высокая концентрация собственности может быть более предпочтительной с точки зрения сокращения агентских издержек.

Однако, в то время как концентрация акций в руках крупнейших акционеров является довольно часто рассматриваемой темой в исследованиях, как зарубежных, так и российских, взаимосвязь дивидендной политики с типами акционеров компании исследуется весьма редко. Связь типа контролирующего акционера компании с ее дивидендной политикой была затронута в работе М. Фаччио с соавторами [Faccio, Lang, Young, 2001], где, помимо доли голосующих акций у крупнейшего акционера, также рассматривается тип этого акционера: семья, государство, финансовый институт, нефинансовая корпорация или иностранная компания. Компании делятся по типу крупнейшего акционера, однако непосредственная взаимосвязь доли каждого из типов акционеров в компании и ее дивидендными выплатами авторами не рассматривается. Эффект, оказываемый на дивидендную политику компаний контролирующими собственниками-семьями исследовался и другими авторами: например, К. Маури и А. Пажусте для компаний Финляндии [Maury, Pajuste, 2002] и Сетиа-Атмаја для компаний Австралии [Setia-Atmaja, 1994]. Исследователи отмечают прямую взаимосвязь показателей дивидендных выплат и долей собственности в руках семей, объясняя данный факт тем, что в компаниях с семейной собственностью наблюдается более высокий уровень корпоративного управления в связи с более широким представительством

независимых директоров в Совете. Для российских компаний нехарактерно присутствие семей в виде крупных акционеров, поэтому в данном исследовании связь этого типа собственников с дивидендной политикой компаний рассматриваться не будет.

Роль государства в формировании дивидендной политики компании также неоднократно изучалась исследователями на различных рынках. В исследовании [Bradford, Chen, Zhu, 2013] проведенном на рынке Китая, было установлено, что компании, в которых контролирующим акционером является государство, платят более высокие дивиденды (имеют более высокие коэффициенты дивидендных выплат и дивидендной доходности), чем частные фирмы. Авторы объясняют данное явление тем, что для государственных компаний гораздо проще получить доступ к капиталу, и связано это, в том числе, со спецификой институциональной среды Китая, где коммерческие банки зачастую тоже контролируются государством. К таким же выводам пришли Д. Вэй с соавторами в 2004 году [Wei, Zhang, Xiao, 2004] и Ч. Ванг с соавторами в 2011 году [Wang, Manry, Wandler, 2011], эмпирически подтвердив, что с ростом доли государственной собственности в компании растут и дивидендные выплаты. Авторы объяснили это тем, что для государства денежные дивиденды являются важной статьей доходов бюджета, поэтому оно, обладая правом голоса, старается максимизировать дивиденды. На российском рынке исследование взаимосвязи доли государства с дивидендными выплатами было проведено в работе Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Авторы не подтвердили эмпирически предположение о наличии значимой взаимосвязи между долей данной категории акционеров в уставном капитале компании и величиной коэффициента дивидендных выплат. Однако, авторы отмечают, что рассмотрение участия государства в собственности компании напрямую может не давать действительной картины связи данного типа акционера с дивидендными выплатами, поскольку доля компаний, в которых государство владеет существенной долей акций напрямую очень мала по сравнению с долей компаний, в которых государство владеет долей через государственные корпорации или более длинную цепочку компаний-посредников. Такое «косвенное» владение государством долей в компании-эмитенте отмечается, как интересное направление для проведения исследования.

В рамках исследований, посвященных влиянию различных типов акционеров на дивидендную политику компаний, нередко рассматривается взаимосвязь дивидендов с долей институциональных инвесторов в компании, причем зачастую такие исследования дают противоположные результаты. Некоторые исследователи считают, что в случае присутствия в компании институционального инвестора в качестве крупного акционера, с

точки зрения агентской теории необходимость в выплате дивидендов снижается, поскольку такой акционер является мощным механизмом мониторинга менеджеров-инсайдеров [Easterbrook, 1984]. Более того, в пользу низкой заинтересованности институциональных инвесторов, в особенности, финансовых институтов, в высоких дивидендах также приводится следующий аргумент: высокие дивидендные выплаты могут повысить риск банкротства контролируемой компании, что негативно скажется на финансовом состоянии компании-акционера. Поэтому, с целью снижения риска, финансовые институты предпочитают не выводить деньги из компании в виде дивидендов, чтобы эти средства могли быть направлены на погашение долговых обязательств и создание резервов [Gugler, 2003]. В то же время, вполне оправдано утверждение о том, что в случае, если институциональные инвесторы по какой-либо причине считают мониторинг менеджеров неудовлетворительным или чересчур затратным, они могут быть заинтересованы в высоких дивидендах [Farinha, 2005]. Это утверждается, в том числе, в исследовании [Khan, 2006], проведенном на компаниях рынка Великобритании, которое выявило прямую взаимосвязь между размером дивидендных выплат и долей институциональных инвесторов в компании, в частности, финансовых институтов. На рынке США подобный результат был получен К. Чангом с соавторами: авторы выявили, что дивидендные выплаты являются для крупных институциональных инвесторов средством мониторинга менеджмента и снижения агентских издержек [Chang, Kang, Li, 2015]. Финансовые институты жестко регулируются со стороны контролирующих органов, и поэтому, будучи крупными акционерами компании, они склонны снижать риски путем снижения затрат на мониторинг и получения гарантированного дохода в виде дивидендов. Более того, такие акционеры не склонны извлекать частные выгоды контроля, поэтому высокие дивидендные выплаты не противоречат их интересам.

При рассмотрении типов акционеров в российских компаниях нельзя обойти вниманием одну категорию собственников, присутствие которой в списке акционеров российских обществ далеко не является редкостью. Речь идет о номинальных держателях – лицах, зарегистрированных в реестровой системе держателей ценных бумаг, но не получающих непосредственного права на владение активами, а держащих их в интересах другого лица. В роли номинальных держателей обычно выступают профессиональные участники рынка ценных бумаг: депозитарии либо брокеры. Настоящий владелец актива может передать номинальному держателю осуществление прав, которые дает обладание активом, то есть с разрешения собственника номинальный держатель может представлять его интересы в управлении ценными бумагами. Присутствие номинального держателя в

списке акционеров компании может вызвать у последней определенные сложности. Эмитент не может знать, осуществление каких именно прав владелиц акций доверил номинальному держателю. Поэтому, в случае, если номинальный держатель держит большую долю акций компании и получил разрешение на участие в голосовании на общем собрании акционеров, он может оказывать серьезное влияние на принятие решений в компании, что может стать угрозой для компании-эмитента. Что касается дивидендных выплат компании в случае наличия номинального акционера, ситуация усложняется тем, что эмитенту трудно учесть при определении дивидендной политики интерес реальных владельцев акций, стоящих за номинальным держателем, поскольку с появлением последнего их счета в реестре акционеров закрываются. Может возникнуть проблема со своевременностью перечисления дивидендов реальному владельцу акций в случае недобросовестности работы номинального держателя, а также риск того, что номинальный держатель распорядится активами, не поставив в известность истинного их владельца [Kumar, 2006]. Связь доли номинальных держателей в компании с дивидендными выплатами – вопрос малоизученный. В исследовании Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной на выборке российских компаний с двумя типами акций отмечено отсутствие значимого различия между величиной коэффициента дивидендных выплат в компаниях, в которых присутствует номинальный держатель, владеющий более, чем 15%-й долей обыкновенных акций компании и величиной данного коэффициента в компаниях, где такого акционера нет [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Однако, конкретная доля участия номинального держателя в голосующих акциях компании рассмотрена не была, поэтому данный вопрос остается открытым для изучения.

Еще одной категорией акционеров, связь которых с дивидендными выплатами рассматривается исследователями, являются иностранные держатели акций. Результаты таких исследований зачастую противоречат друг другу. Например, в работе Дж. Кумара [Kumar, 2006], в которой исследовалась дивидендная политика компаний Индии, отмечено отсутствие значимой взаимосвязи между долей иностранных держателей и дивидендными выплатами. В то же время, К. Маури и А. Пажусте при изучении компаний Финляндии [Maury, Pajuste, 2002], а позднее Д. Бокпин для компаний Ганы [Vokpin, 2011], характеризующихся высокими долями иностранных собственников, отмечают прямую взаимосвязь между присутствием иностранных держателей обыкновенных акций и размером дивидендных выплат. Привлекательность дивидендов для иностранных акционеров может быть объяснена налоговыми выгодами, которые они имеют при получении дивидендов по сравнению с приростом капитала.

В то время как большинство исследователей фокусируются на политике исключительно по обыкновенным акциям, немногие углубляются в рамках этой темы в специфику акций привилегированных. Немного таких исследований и по России, хотя в нашей стране имеется определенная специфика структуры акционерного капитала, которая может привести к интересным результатам исследований.

Говоря об агентском конфликте в компаниях с двумя типами акций, нужно упомянуть исследование Б. Амоако-Аду, В. Баулкарана и Б. Смита [Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014] посвященное изучению дивидендной политики по обыкновенным и привилегированным акциям в британских компаниях с контролирующим акционером. Авторы исследуют различия в дивидендной политике по двум типам акций в рамках предположений о возможности извлечения контролирующим собственником частных выгод контроля, а также в рамках модели замещения, подразумевая, что менеджмент компании при распределении ресурсов руководствуется личными выгодами, а дивиденды являются «отвлекающим маневром», побуждающим акционеров держать акции компании. Авторы приходят к выводу, что компании с двумя типами акций платят акционерам меньшие дивиденды, чем компании с одним типом акций. Это соответствует агентской теории – владельцы крупных пакетов голосующих акций могут направлять денежные средства на выгодные для себя проекты вместо того, чтобы «делиться» ими с остальными акционерами – владельцами привилегированных акций.

С точки зрения структуры собственности в компаниях с двумя типами акций, в первую очередь, представляет интерес вопрос о соотношении долей привилегированных и обыкновенных акций в портфеле крупнейшего акционера компании. Данная тема затрагивается в том же исследовании Б. Маури и А. Пажусте для рынка Финляндии [Maury, Rajuste, 2002]. Исследователи рассуждают в рамках теории агентских отношений, полагая, что крупнейшим акционерам компании выгодно держать в своем портфеле малую долю привилегированных акций, чтобы сохранить свою власть и извлекать выгоды, ущемляя права миноритарных акционеров, не неся весь груз издержек. Однако, авторы не выявили значимой взаимосвязи между показателем отношения доли привилегированных акций к доле обыкновенных акций и коэффициентом дивидендных выплат, объяснив это тем, что для крупных акционеров важно поддержание своей репутации на должном уровне, вследствие чего им не выгодно дискредитировать себя, ущемляя права более мелких собственников. Аналогичный результат был получен на российском рынке в работе Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной; отсутствие взаимосвязи было объяснено правовым статусом привилегированных акций, для которых дивидендные выплаты закреплены в уставе компании и являются для нее

обязательными [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Однако, среди зарубежных работ можно отметить исследование М. Фаччио, Л. Ланга и Л. Янга [Faccio, Lang, Young, 2001], в котором авторы приходят к выводу, что чем больше доля обыкновенных акций в портфеле крупнейшего акционера компании, тем меньше выплачиваемые дивиденды, поскольку крупные собственники предпочитают сохранять контроль над принятием решений, чтобы обращать их себе на пользу, ущемляя права мелких акционеров.

Помимо взаимосвязи с дивидендными выплатами факторов, описанных выше, исследователи рассматривают связь дивидендных выплат с финансово-экономическими показателями компании. Наиболее часто в качестве таких показателей рассматриваются размер компании, структура капитала (финансовый леверидж), рентабельность активов или капитала. В частности, в работе Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной выявляется обратная связь показателя ROA с величиной коэффициента дивидендных выплат. В этом же исследовании выявлено наличие положительной взаимосвязи между дивидендными выплатами и уровнем финансового левериджа, измеренного как отношение объема заемных средств компании к размеру собственного капитала. Также авторами исследуется размер компании как натуральный логарифм ее выручки, и выявляется, что он также имеет прямую взаимосвязь с величиной коэффициента дивидендных выплат по обоим типам акций [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Другие исследования также неоднократно выявляли значимость связи данных показателей с дивидендными выплатами. Амоако-Аду с соавторами выявляет прямую взаимосвязь между дивидендными выплатами и коэффициентом рентабельности активов, что объясняется авторами тем, что более прибыльные фирмы более склонны к выплате дивидендов, поскольку могут позволить себе не оставлять всю чистую прибыль внутри компании [Амоако-Аду, Baulkaran, Smith, 2014]. Их результат согласуется с результатом более ранней работы Г. ДеАнгело с соавторами, которые отмечают, что рентабельность активов является одним из ключевых факторов, связанных с формированием дивидендной политики компании [H. DeAngelo, L. DeAngelo, Stulz, 2006]. У. Брэдфорд с соавторами исследуют в своей работе взаимосвязь дивидендных выплат компании и ее левериджа, определенного как отношение долга к размеру активов, и находят обратную взаимосвязь: фирмы с высокой долей заемного капитала выплачивают меньшие дивиденды своим акционерам [Bradford, Chen, Zhu, 2013]. Тот же подход и тот же результат наблюдается в работе [Goyal, Muckley, 2013], изучавших дивидендную политику азиатских компаний. Таким образом, включение в исследование изучения взаимосвязи дивидендных выплат с «контрольными» финансовыми показателями в подобных исследованиях приводит к получению значимых результатов.

#### 1.4. Гипотезы исследования

На основе проведенного анализа работ в области структуры собственности и дивидендной политики, были выдвинуты гипотезы исследования.

Результаты исследований показывают, что для российских компаний, в частности с двумя типами акций, характерно присутствие крупнейшего собственника, держащего контрольный пакет голосующих акций, то есть, более 50% [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Многие исследователи приходят к выводу, что в таких компаниях дивидендная политика зачастую может подчиняться интересам крупнейших акционеров, держащих большую часть обыкновенных акций фирмы [Maury, Pajuste, 2002; Webczuk, 2005]. В таком случае вполне вероятным является наличие конфликта между крупнейшим акционером и миноритарными держателями акций. Кроме того, в России, как в стране с низким уровнем защиты прав миноритарных акционеров, данный конфликт может быть особенно острым, так как контролирующий собственник может извлекать частные выгоды контроля и не учитывать права держателей мелких пакетов акций. Это предположение подтверждается результатами исследований, показывающих эмпирически, что в странах с низкой степенью защиты интересов миноритарных акционеров средний коэффициент дивидендных выплат ниже, чем в странах, где уровень защиты более высокий [La Porta et al., 2000]. Авторы объясняют подобное явление остротой агентского конфликта в компаниях, оперирующих в странах с низким уровнем защиты миноритарных акционеров.

Следовательно, будет целесообразно выдвинуть следующую гипотезу:

*Гипотеза 1. Доля обыкновенных акций в руках крупнейшего акционера имеет обратную взаимосвязь с величиной дивидендных выплат.*

Помимо концентрации обыкновенных акций в руках первого по величине акционера компании, будет интересно рассмотреть такой фактор, как величина «отрыва» доли голосующих акций первого акционера от доли следующего за ним акционера. Данный показатель представляет интерес ввиду характерной для российских компаний высокой концентрации собственности в руках первого по величине акционера и рассматривался другими исследователями при изучении дивидендной политики компаний с двумя типами акций, в частности, в работе Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной в работе [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011], а также в работах [Pajuste, 2004; Laeven, Levine, 2007].

*Гипотеза 2. Увеличение разницы долей обыкновенных акций у первого и второго крупнейших акционеров компании обратно взаимосвязано с величиной дивидендных выплат.*



В продолжение рассуждений об остроте агентского конфликта в компаниях с концентрированной структурой собственности можно повторить, что выпуск привилегированных акций может служить инструментом для получения еще больших возможностей для извлечения мажоритарными акционерами частных выгод контроля и ущемления прав миноритарных акционеров. Благодаря выпуску привилегированных акций, крупнейшие акционеры могут привлечь дополнительный капитал, не размывая собственную долю голосующих акций и, в то же время, не возлагая на себя все издержки, связанные с изменением денежного потока. Структура портфеля крупнейшего акционера является относительно малоизученной темой в рамках ее взаимосвязи с дивидендной политикой компании. Она рассматривалась, в частности, Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Rajuste, 2002] и М. Фаччио, Л. Лангом и Л. Янгом [Faccio, Lang, Young, 2001] на зарубежных рынках, а также Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной в России [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. В связи с немногочисленностью исследований, в которых рассматривается взаимосвязь между структурой портфеля крупнейшего акционера и дивидендными выплатами, а также из-за противоречивости результатов этих исследований, в данной работе проверяется следующая гипотеза:

*Гипотеза 3. Структура портфеля крупнейшего акционера компании, выраженная через отношение доли привилегированных акций в его портфеле к доле обыкновенных акций, прямо взаимосвязана с величиной дивидендных выплат.*

На российском рынке исследователями были получены противоречивые результаты, указывающие на взаимосвязь между долей государства в компании с дивидендными выплатами. В то время, как одними исследователями было опровергнуто наличие значимой взаимосвязи, другими была отмечена положительная связь между данными величинами. Это объясняется тем, что, являясь держателем обыкновенных акций компании, государство рассматривает дивиденды как источник пополнения государственного бюджета, и использует свое право на контроль для принятия решений в пользу выплат значительных дивидендов. В книге Г.Н. Мальгинова и А.Д. Радыгина приводится статистика, согласно которой с 1999 по 2006 годы в России общие доходы бюджета от дивидендных выплат компаний с долей государства увеличились почти в 18 раз [Мальгинов, Радыгин, 2007]. Это говорит о том, что государству интересны денежные дивиденды, и оно может оказывать давление на компании с целью их получения.

Кроме прямого участия государства в акционерных обществах, существует также «косвенная» форма участия государства в компаниях. В этом случае государство не имеет в собственности акций компании, однако является крупным акционером в другой компании, которая, в свою очередь, владеет акциями первой компании. То есть,

государство контролирует компанию через цепочку других «промежуточных» держателей акций. В России такое явление – не редкость, однако, ввиду отсутствия исследований на эту тему, сложно заранее сказать о существенности связи косвенной доли государства в компании с ее дивидендными выплатами. Поскольку государство не имеет непосредственного влияния на принятие решений в этих компаниях, а будучи акционером материнской компании может принимать участие в решениях только по особо важным вопросам, степень такого «непрямого» воздействия на показатели дивидендной политики не ясна. Однако, можно предположить, что наличие косвенного участия усиливает предполагаемую связь дивидендных выплат и доли государства в компании.

В свете вынесенных предположений, следуя исследованиям [Wei, Zhang, Xiao, 2004; Алексеева, Березинец, Ильина, 2011; Wang, Manry, Wandler, 2011; Bradford, Chen, Zhu, 2013], были вынесены следующие гипотезы:

*Гипотеза 4.1. Доля прямого участия государства в уставном капитале компании прямо взаимосвязана с величиной дивидендных выплат.*

*Гипотеза 4.2. Доля общего (прямого плюс косвенного) участия государства в уставном капитале компании прямо взаимосвязана с величиной дивидендных выплат.*

Доля иностранного участия в компании является фактором, интересным для изучения, поскольку, во-первых, существует множество исследований взаимосвязи доли иностранных компаний в акционерных обществах и дивидендных выплат на рынке разных стран, и результаты этих исследований зачастую противоречивы, а во-вторых, в связи со спецификой российского бизнеса.

На российском рынке исследование связи доли иностранных инвесторов с дивидендными выплатами было проведено в работе Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной. Авторы отметили, что для российских компаний с двумя типами акций характерна, в среднем, невысокая доля иностранных акционеров (около 2,9% обыкновенных акций в их владении), и в своем исследовании не подтвердили наличие взаимосвязи между этими двумя переменными в период с 2003 по 2009 годы [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Аналогичный результат был получен Дж. Кумаром на рынке Индии [Kumar, 2006]. Однако, другие исследователи, в частности, К. Маури и А. Пажусте [Maury, Rajuste, 2002] и Д. Бокпин [Bokpin, 2011], установили прямую взаимосвязь между долей иностранных инвесторов в компании и величиной выплачиваемых дивидендов. В исследуемом в данной ВКР периоде было бы интересно снова обратиться к изучению данной взаимосвязи, поскольку, учитывая особенности российского налогообложения, дивидендные выплаты могут быть привлекательны для иностранных инвесторов. Дело в том, что налог на дивиденды для юридических лиц-нерезидентов в России ниже, чем

налог на прибыль (9% против 20%), в связи с чем иностранные держатели акций могут предпочитать доход в виде дивидендов.

*Гипотеза 5. Доля обыкновенных акций в собственности иностранных юридических лиц прямо взаимосвязана с величиной дивидендных выплат.*

Взаимосвязь доли акций в руках офшорных компаний с дивидендными выплатами эмитента является темой малоизученной. Офшор – это компания, зарегистрированная в стране, предоставляющей особые условия ведения бизнеса для иностранных компаний. Офшорные компании, на счету которых зарегистрирована существенная часть акций компании в российской практике не редкость. Целью их создания является, в первую очередь, налоговая оптимизация. Российские компании создают офшоры в странах, с которыми у России заключены договоры об устранении двойного налогообложения либо существуют льготные ставки налогов. Таким странами являются Нидерланды, Великобритания (Британские Виргинские острова), Доминика, Монако и многие другие (Кипр с 2013 года официально исключен из списка офшорных зон). Компании, зарегистрированные в этих странах, часто можно увидеть в составе акционеров. Согласно исследованию, проведенному на выборке российских компаний, в период с 2003 по 2009 годы доля офшоров в капитале российских компаний с каждым годом увеличивалась [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Однако, в исследуемом в данной работе периоде можно ожидать противоположного результата, поскольку в 2010 году началась тенденция к деофшоризации бизнеса в России, а в 2013 году этот процесс существенно ускорился в связи с выходом ряда постановлений, снижающих привлекательность использования офшорных компаний для вывода средств через офшорные компании. Вышеупомянутое исследование подтвердило наличие обратной связи между величиной доли обыкновенных акций компании у офшорных компаний и коэффициентом дивидендных выплат, что может быть связано с тем, что российские компании перечисляют денежные средства на счета офшорных компаний в виде оплаты за некие услуги с целью уменьшения налогооблагаемой базы в России и используют эти денежные средства на свое усмотрение. Например, в Монако отсутствует подоходный налог, что делает эту страну привлекательной с точки зрения сокращения налоговых выплат. При этом компании выплачивают акционерам меньшие дивиденды. Однако, в другом исследовании, проведенном В.В. Полугодиной и Д.В. Репиным, отмечается противоположная взаимосвязь. Авторы отмечают, что российские компании используют офшоры, чтобы изъять денежные средства из оборота компании, поэтому в случае, если в компании относительно велика доля офшорных акционеров, дивиденды являются более высокими, поскольку служат инструментом изъятия свободных денежных средств [Полугодина,

Репин, 2009]. Дело в том, что дивиденды, перечисляемые компании, зарегистрированной в офшорной зоне, могут облагаться налогом по ставке гораздо меньшей, чем 15%. Примером может служить популярный среди российских компаний бывший офшор Кипр, где ставка налога на прибыль составляет 10%, а в некоторых случаях даже 5%. В данном исследовании будет интересно проверить наличие и направление данной взаимосвязи на исследуемом периоде, а также проследить, как менялась доля участия офшорных компаний в общей доле обыкновенных акций российских компаний с двумя типами акций.

*Гипотеза 6. Доля обыкновенных акций в собственности компаний, зарегистрированных в офшорных зонах, имеет обратную взаимосвязь с величиной дивидендных выплат.*

Следует отметить, что существуют различные мнения касательно взаимосвязи рассматриваемых в данных гипотезах факторов структуры собственности с дивидендной политикой компаний. Это объясняется, в том числе, историческими особенностями корпоративного управления на рынках различных стран, различиям в правовом регулировании прав владельцев различных типов акций, различиями в налогообложении, поведенческими особенностями инвесторов. Не существует единого подхода и относительно взаимосвязи этих факторов с дивидендной политикой российских компаний, поэтому изучение этих взаимосвязей на рынке России является актуальной областью для исследований.

## Глава 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С ДВУМЯ ТИПАМИ АКЦИЙ

### 2.1. Методология

В данной работе с целью проведения эконометрического исследования, направленного на выявление взаимосвязи структуры собственности и дивидендной политики российских компаний с двумя типами акций, используются регрессионные модели вида (1):

$$\text{Div\_Payout}_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 Z_{it} + \beta_4 \chi_{it} + u_{it}, \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, n; t = 1, \dots, T.$$

В модели (1) в качестве зависимой переменной выступает совокупный коэффициент дивидендных выплат (по обоим типам акций) *Div\_Payout*, и помимо него также отдельно рассмотрены коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции *ORD\_Payout* и коэффициент дивидендных выплат на привилегированные акции *PREF\_Payout*. Индексы *it* в переменной *Div\_Payout<sub>it</sub>* обозначают порядковый номер компании *i* и момент времени *t* (т.е. год). Вектор *X<sub>it</sub>* обозначает переменные, характеризующие концентрацию обыкновенных акций компании в руках трех крупнейших акционеров компании, вектор *Y<sub>it</sub>* обозначает переменные, характеризующие тип основных акционеров компании, вектор *Z<sub>it</sub>* обозначает переменные, характеризующие структуру портфеля крупнейшего акционера в отношении долей обыкновенных и привилегированных акций в собственности, вектор *χ<sub>it</sub>* обозначает контрольные переменные, характеризующие размер компании и ее финансовое состояние, *u<sub>it</sub>* – это случайная величина. В уравнении также обозначены константа  $\beta_0$ , являющаяся скалярной величиной, и векторы коэффициентов перед переменными  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ .

### 2.2. Формирование выборки и описательная статистика

Для целей исследования и ответа на поставленные вопросы были собраны данные по всем компаниям с двумя типами акций, выплачивавшим дивиденды в денежной форме, торговавшимся на Московской бирже в период с 2010 по 2013 годы. Всего таких компаний за данный период наблюдалось 65, число наблюдений в панели составило 256.

Источниками информации послужили, во-первых, квартальные и годовые отчеты компаний, а также базы данных СКРИН, СПАРК, Thomson Reuters Datastream. Был проанализирован и собран большой объем данных о величине дивидендных выплат эмитентов, структуре собственности изучаемых компаний, долях крупнейших

акционеров, типах акционеров, структуре портфеля крупнейшего акционера, а также финансовых показателях компаний, выступивших в качестве контрольных переменных. Для сбора информации использовались финансовые отчеты, составленные по РСБУ. Подробное описание всех переменных приведено в Таблице 1.

Таблица 1

**Описание переменных, используемых в регрессионном анализе**

<b>Переменная</b>	<b>Описание переменной</b>
<b>Зависимые переменные, характеризующие дивидендную политику компании</b>	
Div_Payout	Коэффициент совокупных дивидендных выплат на оба типа акций. Рассчитывается как отношение совокупных дивидендных выплат компании за год к чистой прибыли этого года
ORD_Payout	Коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции. Рассчитывается как отношение дивидендных выплат компании на обыкновенные акции за год к чистой прибыли этого года
PREF_Payout	Коэффициент дивидендных выплат на привилегированные акции. Рассчитывается как отношение дивидендных выплат компании на привилегированные акции за год к чистой прибыли этого года
<b>Независимые переменные</b>	
<b>Переменные, характеризующие концентрацию собственности компании</b>	
Share_1	Доля обыкновенных акций компании у крупнейшего акционера
Share_1_2	Доля обыкновенных акций компании у крупнейшего акционера, возведенная в квадрат
Share_2	Доля обыкновенных акций компании у второго по величине акционера
Share_2_2	Доля обыкновенных акций компании у второго по величине акционера, возведенная в квадрат
Share_3	Доля обыкновенных акций компании у третьего по величине акционера
Share_3_2	Доля обыкновенных акций компании у третьего по величине акционера, возведенная в квадрат
Conc_3	Суммарная доля обыкновенных акций компании в руках трех крупнейших акционеров
Spread	Разность долей обыкновенных акций двух первых крупнейших акционеров
Control_d	Бинарная переменная, обозначающая присутствие контролирующего акционера в компании. Принимает значение 1, если в компании есть акционер, владеющий минимум 50% + 1 акция от всех обыкновенных акций, и 0, если такого акционера нет
Share_2_d	Бинарная переменная, обозначающая присутствие в компании второго по величине акционера с долей обыкновенных акций более 25%
Power_1	Отношение долей привилегированных и обыкновенных акций у крупнейшего акционера компании. Рассчитывается по формуле: $\frac{\text{Доля в УК} - \text{Доля АО в УК}}{\text{Доля АП в УК}}$

## Описание переменных, используемых в регрессионном анализе (продолжение)

<b>Переменные, характеризующие структуру собственности компании</b>	
State_share_dir	Прямая доля государства в уставном капитале компании. Рассчитывается как сумма долей органов государственной власти, включая долю Росимущества
State_share_total	Общая доля государства в капитале компании. Рассчитывается как сумма прямой доли государства с косвенной долей государства в компании, которая представляет собой сумму произведений долей компаний, являющихся акционерами эмитента, на долю госучастия в их уставном капитале (отслежена вся цепочка акционеров, в конце которой всегда стоит прямая доля государства)
Foreign_shares	Доля обыкновенных акций в собственности компаний, не являющихся резидентами РФ (не учитывая долю компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах)
Foreign_capital	Доля компаний, не являющихся резидентами РФ (не учитывая долю компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах) в уставном капитале эмитента
Offshore_shares	Доля обыкновенных акций в собственности компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах
Offshore_capital	Доля компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах, в уставном капитале эмитента
Fin_inst_shares	Доля обыкновенных акций в собственности финансовых институтов
Fin_inst_capital	Доля финансовых институтов в уставном капитале эмитента
Corp_shares	Доля обыкновенных акций в собственности российских нефинансовых компаний
Corp_capital	Доля российских нефинансовых компаний в уставном капитале эмитента
Nominal_shares	Доля обыкновенных акций в собственности номинальных держателей
Nominal_capital	Доля номинальных держателей в уставном капитале эмитента
<b>Контрольные переменные, характеризующие финансово-экономическое положение компании</b>	
Size	Размер компании. Рассчитывается как натуральный логарифм выручки компании за соответствующий год
Leverage	Структура капитала компании. Рассчитывается как отношение суммы заемного капитала к сумме собственного капитала в соответствующем году, выражена в процентах
ROA	Рентабельность активов. Рассчитывается как отношение чистой прибыли компании к средней величине активов за соответствующий год, выражена в процентах

В первую очередь, был проведен анализ описательной статистики данных, вошедших в панель. Изначально коэффициенты дивидендных выплат принимали значения, в том числе, меньшие нуля и большие единицы. Отрицательные значения коэффициентов объясняются делением сумм дивидендов на отрицательную чистую прибыль компании. Значения, превышающие единицу, могут быть объяснены выплатой дивидендов за счет средств специального резервного фонда, созданного для этих целей<sup>6</sup>. В итоговую панель такие наблюдения не вошли.

Таблица 2

**Описательная статистика переменных**

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Div_Payout	0,133	0,225	0	1
ORD_Payout	0,098	0,199	0	0,935
PREF_Payout	0,035	0,056	0	0,476
Share_1	0,643	0,247	0,075	1
Share_2	0,152	0,121	0	0,462
Share_3	0,060	0,081	0	0,295
Conc_3	0,855	0,154	0,075	1
Spread	0,492	0,335	0	1
Power_1	0,649	2,637	0	21,681
State_share_dir	0,047	0,153	0	0,853
State_share_total	0,119	0,214	0	0,944
Foreign_shares	0,021	0,119	0	0,861
Foreign_capital	0,020	0,116	0	0,829
Offshore_shares	0,066	0,183	0	0,962
Offshore_capital	0,067	0,181	0	0,981
Fin_inst_shares	0,006	0,039	0	0,411
Fin_inst_capital	0,007	0,041	0	0,422
Corp_shares	0,330	0,383	0	0,996
Corp_capital	0,300	0,353	0	0,994
Nominal_shares	0,417	0,398	0	1
Nominal_capital	0,422	0,375	0	1
Size	22,692	2,359	12,008	27,841
Leverage	357,185	723,413	0,298	6817,682
ROA	2,885	7,007	0	20,132

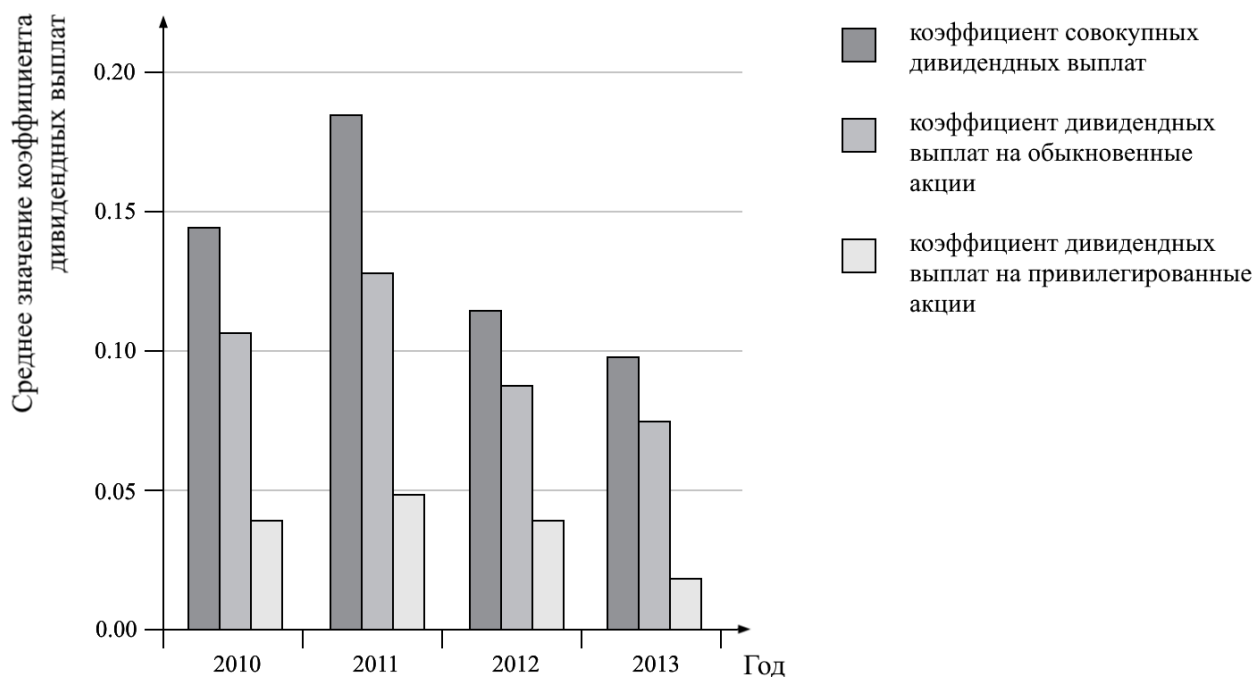
<sup>6</sup> Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. – п.2, ст.42. — Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 15.04.2016).



Приведенная в Таблице 2 описательная статистика показывает, что за исследуемый период компании выплачивали, в среднем, всего 13,3% чистой прибыли в виде дивидендов, из них 9,8% пришлось на обыкновенные акции и 3,5% - на привилегированные акции. Это значение показателя является низким для российских компаний по сравнению со статистикой прошлых лет, что наглядно видно при сравнении со средними значениями коэффициентов, полученными Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной при анализе дивидендных выплат российских компаний в период с 2003 по 2009 годы. В данном исследовании при анализе выборки компаний с аналогичными характеристиками были получены значения 0,311, 0,236 и 0,078 для коэффициента дивидендных выплат, коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции и коэффициента дивидендных выплат на привилегированные акции соответственно [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Таким образом, среднее значение коэффициента дивидендных выплат снизилось на 17,8 п.п.<sup>7</sup> Такие низкие значения коэффициента дивидендных выплат на рассматриваемом периоде могут быть вызваны последствиями влияния кризисных явлений на экономику страны и повышением числа компаний, которые один или несколько раз на рассматриваемом промежутке времени принимали решение о невыплате дивидендов по итогам года по одному или обоим типам акций. Число таких компаний возросло в 2012-2013 годах по сравнению с 2010-2011 годами, что, в том числе, повлияло на снижение средних значений коэффициентов. На Рис.1 представлены средние значения совокупного коэффициента дивидендных выплат и коэффициентов дивидендных выплат на оба типа акций по-отдельности в динамике с 2010 по 2013 годы.

---

<sup>7</sup> здесь и далее: процентных пунктов



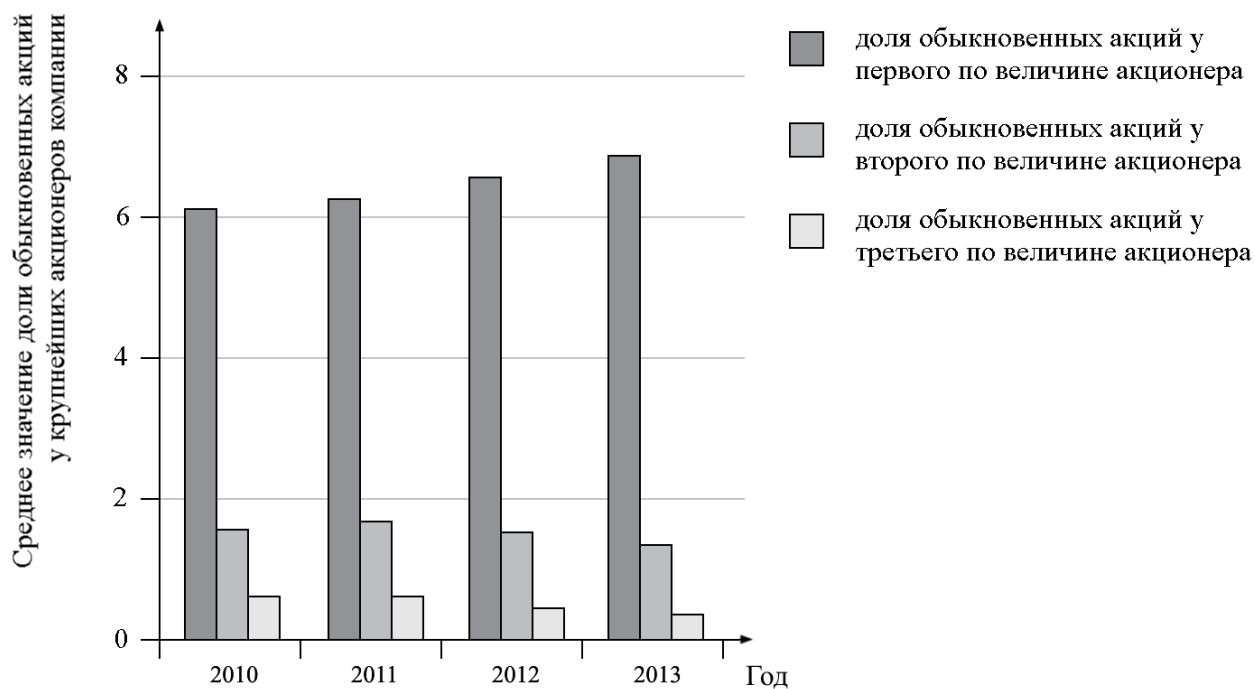
*Рис 1. Средние значения коэффициента совокупных дивидендных выплат, коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции и коэффициента дивидендных выплат на привилегированные акции*

Как наглядно показано на данном графике, средние значения всех изучаемых коэффициентов дивидендных выплат подвержены одинаковой динамике и резко сократились в 2012-2013 годах по сравнению с 2010-2011 годами. Максимального значения средние значения коэффициентов достигли в 2011 году (17,8%, 12,7% и 4,9% соответственно), но в 2012 году резко упали (до 11,4%, 8,4% и 2,9% соответственно) и сохранили примерно такие же значения в 2013 году.

Средняя доля обыкновенных акций компаний у первого по величине акционера в рассматриваемом периоде равна 64,3%, что указывает на то, что для российских компаний с двумя типами акций характерно наличие контролирующего акционера, держащего значительную долю обыкновенных акций. Медианное значение доли обыкновенных акций у первого по величине акционера составило 67,6%, при этом в около 73% наблюдений доля голосующих акций у крупнейшего акционера составляет больше 50,0%, то есть, акционер является контролирующим. Средняя доля обыкновенных акций в руках второго по величине акционера равна всего 15,2%, а у третьего по величине акционера – 6,0%. Бросается в глаза большая разница между средними значениями долей первого по величине и следующего за ним собственников. В среднем, эта разница составляет более 49,2 п.п., что демонстрирует, что для российских компаний с двумя типами акций характерно наличие крупнейшего акционера, который держит большой пакет голосующих

акций компании и может оказывать серьезное влияние на принимаемые в компании решения. Данный результат поддерживает выводы других исследований в области дивидендной политики российских компаний и отметивших характерную для российских компаний высокую концентрацию собственности [Долгопятова, 2007; Алексеева, Березинец, Ильина, 2011; Muravyev, Verezinets, Pina, 2014]. Такая ситуация может быть сигналом к возможности наличия агентской проблемы в компаниях, так как показывает, что крупнейший акционер обладает большой властью в отношении принятия решений в компании и может использовать эту власть для извлечения частных выгод, поскольку следующие за ним по величине акционеры в силу столь большого «разрыва» в величине долей не могут «конкурировать» с главным акционером. В целом, число компаний, в которых присутствует акционер с долей акций более 50% колебалось от 42 до 49 за изучаемый период, что составляет большинство компаний выборки, учитывая, что в итоговую панель вошли 65 компаний. Число компаний с наличием второго по величине акционера с блокирующим пакетом голосующих акций в 25% составило 16.

Кроме того, дополнительные расчеты показали, что в 2010 году у 29 компаний (46,0% компаний) отсутствовал третий по величине акционер, доля обыкновенных акций в руках которого была больше или равна 5,0%. В 2011 году число таких компаний составило 32 (50,1% от общего числа компаний), в 2012 году таких компаний было 42 (64,6%), а в 2013 году – 46 (70,8%). Более того, в 2010 году наблюдается 15 компаний (23,1%), у которых отсутствует второй по величине акционер с долей обыкновенных акций более 5,0%. В 2011, 2012 и 2013 годах это число составляет 16 (24,6%), 21 (32,3%) и 24 (36,9%) соответственно. Принимая во внимание, что за весь исследуемый период минимальная доля обыкновенных акций компании у первого по величине акционера составила 7,5%, а ее среднее значение увеличивалось и года в год (61,1% в 2010г., 61,6% в 2011г., 65,3% в 2012г., 69,3% в 2013г.), можно сделать вывод, что идет перераспределение прав контроля в компаниях в пользу первого по величине акционера и непрерывное усиление концентрации собственности. Наглядно соотношение средних значений долей обыкновенных акций у первых трех по величине акционеров представлено на Рис.2.



*Рис 2. Динамика средних значений долей обыкновенных акций у первого по величине, второго по величине и третьего по величине акционеров*

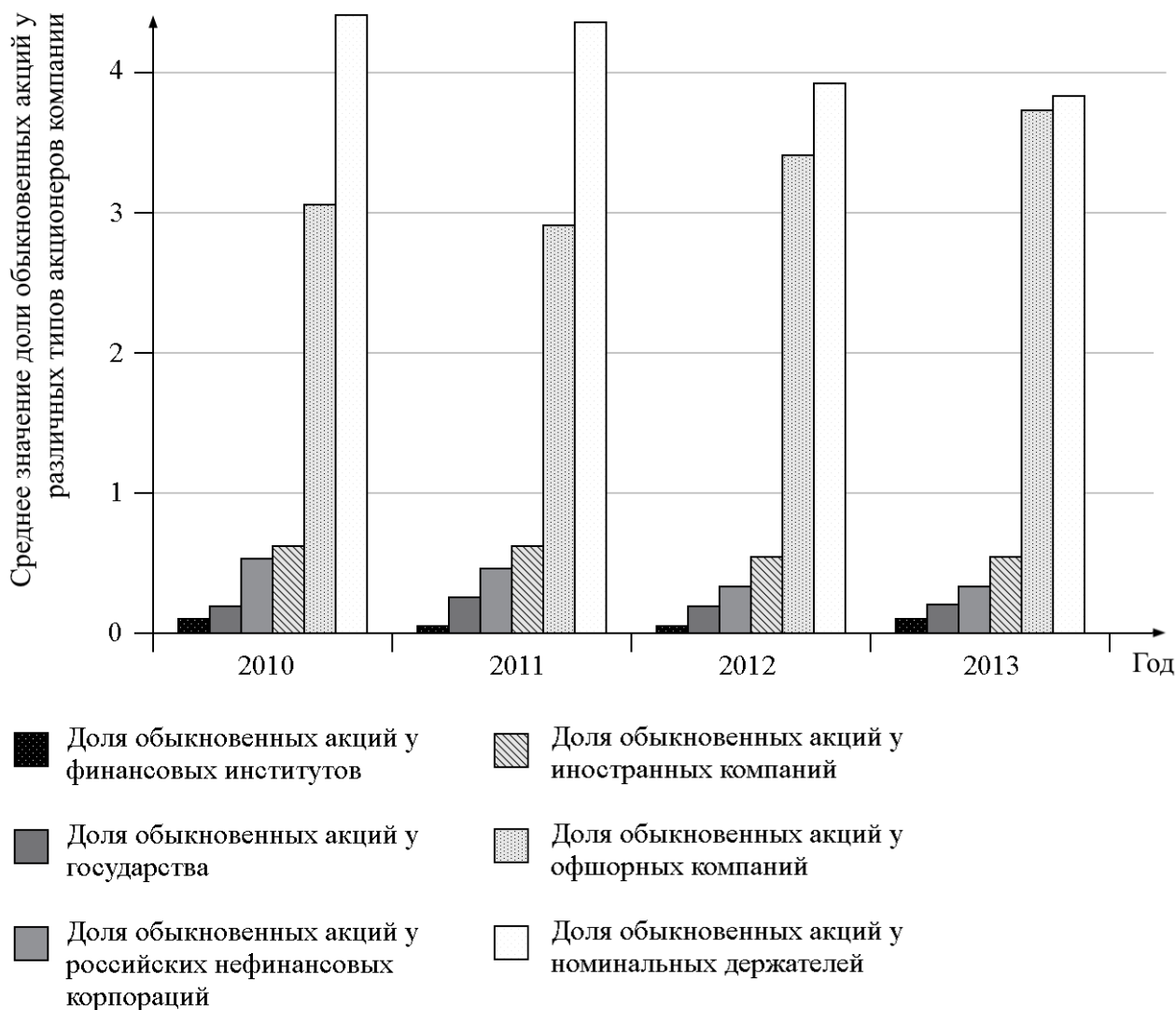
Кроме того, было отмечено, что на рассматриваемом периоде в 72,6% наблюдений компании имеют контролирующего акционера, владеющего более, чем половиной обыкновенных акций, и в 25,8% наблюдений компании имеют второго по величине акционера, обладающего блокирующим пакетом акций, то есть, более, чем четвертью всех обыкновенных акций.

Среднее значение доли обыкновенных акций компании, принадлежащей трем крупнейшим ее акционерам в рассматриваемом периоде составило 85,5%. Этот результат подтверждает предположение о том, что для российских компаний с двумя типами акций характерно наличие не просто одного контролирующего акционера, но нескольких крупнейших собственников, которые, в совокупности, держат большую долю голосующих акций компании. Это может служить явным сигналом к наличию агентской проблемы и возможному нарушению прав миноритарных акционеров. Данный показатель демонстрирует динамику увеличения. В 2010 году доля обыкновенных акций трех крупнейших собственников составляла около 84,5%, но к 2013 году она выросла до 86,5%.

Результаты описательной статистики также показывают, что соотношение долей привилегированных и обыкновенных акций в портфеле крупнейшего акционера от их общего числа составляет около 64,9%. То есть, крупнейшие акционеры держат меньшую долю привилегированных акций по сравнению с долей обыкновенных акций. Это может быть сигналом того, что крупнейший акционер больше ценит обыкновенные акции ввиду

предоставляемого ими права голоса и возможного извлечения частных выгод контроля. Нужно, однако, также отметить, что на изучаемом периоде наблюдается тенденция к плавному росту отношения долей привилегированных и обыкновенных акций у крупнейшего акционера компании: в 2010 году это отношение равнялось 0,59, а к 2013 году достигло 0,76. Таким образом, наблюдается тенденция к выравниванию долей обыкновенных и привилегированных акций в портфеле крупнейшего собственника.

Что касается типов крупнейших акционеров компаний, в среднем, большая часть обыкновенных акций компаний из выборки зарегистрирована на номинальных держателей (41,7%), либо находится в собственности российских нефинансовых компаний (33,0%). Средняя доля обыкновенных акций в руках у иностранных держателей составила 2,1%, у оффшорных компаний – 6,6%, у финансовых организаций – 0,6%. Средняя прямая доля государства в компаниях составила 4,7%, а общая доля государства (прямая плюс косвенная) составила, в среднем, 11,9%. На Рис.3 представлена диаграмма, показывающая, как изменялась структура собственности компаний в исследуемом периоде через доли обыкновенных акций у различных типов акционеров по годам.



*Рис 3. Динамика средних значений долей обыкновенных акций у различных типов акционеров*

Чтобы нагляднее понять динамику изменения некоторых переменных на рассматриваемом промежутке времени, был проведен сравнительный анализ их значений в начале и конце рассматриваемого периода (2010 и 2013 годах, соответственно). Для этого была протестирована гипотеза о равенстве средних. Результаты описательной статистики и проверки гипотезы приведены в Таблице 3.

## Результаты проверки гипотезы о равенстве средних

Пере- менная	2010 год				2013 год				Разница
	Средн. знач.	Станд. откл.	Мин.	Макс.	Средн. знач.	Станд. откл.	Мин.	Макс.	
Share_1	0,611	0,236	0,075	1	0,693	0,258	0,112	1	0,082**
Share_2	0,159	0,112	0	0,372	0,135	0,135	0	0,462	-0,024
Share_3	0,075	0,083	0	0,293	0,038	0,068	0	0,211	-0,038***
Conc_3	0,846	0,146	0,075	1	0,865	0,170	0,112	1	0,019
Spread	0,452	0,323	0	1	0,558	0,3429	0	1	0,106*

Примечание: символами \*, \*\* и \*\*\* обозначены результаты, значимые на 10%, 5%, 1%-м уровнях соответственно

Как следует из Таблицы 3, значимые изменения претерпели доля крупнейшего акционера и доля третьего по величине акционера. Причем направления этих изменений противоположны: наблюдается рост средней доли первого собственника с 61,1% до 69,3% (на 8,1 п.п.) и снижение средней доли третьего по величине собственника с 7,5% до 3,8% (т.е. в два раза). Кроме того, минимальное значение доли первого по величине акционера выросло с 7,5% до 11,2%. В то же время максимальное значение доли третьего по величине акционера существенно упало с 29,3% до 21,1%. Это вновь говорит о перераспределении прав на контроль в компаниях в пользу крупнейшего собственника за счет более мелких акционеров. Возможно, крупнейший собственник использует свое влияние для приобретения как можно большего числа обыкновенных акций для расширения своих возможностей извлечения частных выгод контроля.

О перераспределении прав голоса в российских компаниях с двумя типами акций на протяжении исследуемого периода говорит и значимое различие в средних значениях переменной *Spread*, характеризующей разницу между долями первого и второго по величине акционеров. Данное значение в 2013 году составило 55,8%, в то время как в 2010 году оно было равно лишь 45,2%. То есть, увеличился «разрыв» между долями голосующих акций у двух крупнейших акционеров, что может свидетельствовать о снижении борьбы за контроль между крупнейшими собственниками, переход прав голоса от второго и третьего по величине акционеров к первому по величине собственнику и повышению степени влияния первого по величине акционера на принятие решений в компании.

Было также проведено сравнение прямой и общей долей государства в уставном капитале компаний в 2010 и 2013 годах. Несмотря на то, что средняя прямая доля государства снизилась с 6,0% до 4,2%, в то время как общая доля государства (прямая +

косвенная) повысилась с 12,2% до 12,9%, значимых различий в долях на начало и конец исследуемого периода зафиксировано не было.

Значимых различий в долях других типов собственников в обыкновенных акциях и уставном капитале компаний на начало и конец исследуемого периода также обнаружено не было.

В целом, по итогам рассмотрения описательной статистики, можно еще раз отметить следующие основные моменты: за рассматриваемый период существенно снизилась средняя величина выплачиваемых компаниями дивидендов по обоим типам акций, повысилась средняя доля обыкновенных акций компании в руках у крупнейшего акционера, снизилась доля обыкновенных акций в руках у третьего по величине собственника, а также увеличилась разница между долями обыкновенных акций у первого и второго по величине акционеров. Дальнейшая возможная взаимосвязь этих и других исследуемых показателей с дивидендной политикой компаний протестирована в рамках регрессионного анализа.

### **2.3. Результаты регрессионного анализа**

В ходе анализа было построено большое число моделей, в которых использовались различные исследуемые переменные. Модели разделены на две группы. В моделях первой группы изучается взаимосвязь переменных векторов  $X_{it}$ ,  $Z_{it}$  и  $\chi_{it}$  (концентрация собственности у крупнейших акционеров, структура портфеля первого по величине акционера и финансово-экономические показатели компании) с величиной дивидендных выплат, а в моделях второй группы - взаимосвязь переменных векторов  $Y_{it}$  и  $\chi_{it}$  (структура собственности по разным типам акционеров и финансово-экономические показатели компании) с дивидендными выплатами.

По итогам последовательного тестирования различных типов регрессионных моделей по панельным данным с помощью тестов Вальда, Бройша-Пагана и Хаусмана было выявлено, что данные наиболее адекватно описываются моделями со случайными эффектами. Результаты регрессионного анализа представлены в Таблицах 4-5.



Таблица 4

**Модели первой группы для Div\_Payout, ORD\_Payout и PREF\_Payout**

Переменная	Базовая модель	Div_Payout							ORD_Payout							PREF_Payout							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Conc_3	-	-	-	-	-	-0.307***	0.449	-	-	-	-	-	-0.305***	0.360	-	-	-	-	-	-0.001	0.063	-	
Conc_3_2	-	-	-	-	-	-	-0.545	-	-	-	-	-	-	-0.479	-	-	-	-	-	-	-	-0.046	-
Share_1	-	-0.278**	-0.741*	-	-	-	-	-	-0.283***	0.875**	-	-	-	-	-	0.005	0.124	-	-	-	-	-	-
Share_1_2	-	-	0.413	-	-	-	-	-	-	0.526	-	-	-	-	-	-	-0.106	-	-	-	-	-	-
Share_2	-	-0.238	0.264	-	-	-	-	-	-0.221	0.313	-	-	-	-	-	-0.015	-0.036	-	-	-	-	-	-
Share_2_2	-	-	-1.092	-	-	-	-	-	-	-1.082	-	-	-	-	-	-	-0.044	-	-	-	-	-	-
Share_3	-	0.069	-0.046	-	-	-	-	-	-0.112	0.006	-	-	-	-	-	0.037	-0.074	-	-	-	-	-	-
Share_3_2	-	-	-0.631	-	-	-	-	-	-	-1.161	-	-	-	-	-	-	0.584	-	-	-	-	-	-
Spread	-	-	-	-0.079	-0.137**	-	-	-	-	-	-0.080	-0.139***	-	-	-	-	-	-0.001	0.003	-	-	-	-
Power_1	-	-	-	-	-	-	-	0.026***	-	-	-	-	-	-	0.023***	-	-	-	-	-	-	-	0.003*
Control_d	-	-	-	-0.039	-	-	-	-0.092**	-	-	-0.038	-	-	-	-0.092***	-	-	0.002	-	-	-	-	0.001
Share_2_d	-	-	-	-	-0.040	-	-	-	-	-	-	-0.044	-	-	-	-	-	-	0.004	-	-	-	-
Size	0.018**	0.020**	0.020**	0.019**	0.02**	0.020**	0.023***	0.014**	0.013*	0.012*	0.012*	0.013*	0.012*	0.015**	0.008	0.007***	0.008***	0.007***	0.007***	0.007***	0.008***	0.007***	
Leverage	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*
ROA	0.011***	0.009***	0.010***	0.009**	0.010***	0.010***	0.009***	0.009***	0.008**	0.008***	0.008**	0.008**	0.009***	0.008**	0.008***	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
Cons	-0.299*	-0.121	-0.039	-0.242**	-0.252**	-0.065	-0.367	-0.152	0.017	0.123	-0.112	-0.123	0.063	-0.200	-0.043	-0.138***	-0.162***	-0.130***	-0.128***	-0.129***	-0.156**	-0.118**	-
p-value	0.0002	0.0001	0.0003	0.0002	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0003	0.0003	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0037	0.0135	0.0020	0.0018	0.0008	0.0018	0.0009	-

Примечание: символами \*, \*\* и \*\*\* обозначены переменные, значимые на 10%, 5%, 1%-м уровнях соответственно

Таблица 5

**Модели второй группы для Div\_Payout, ORD\_Payout и PREF\_Payout**

Переменная	Div_Payout					ORD_Payout					PREF_Payout				
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36
State_share_dir	0.050	-0.075	-	-	-	0.053	0.006	-	-	-	-0.003	-0.068	-	-	-
State_share_dir_2	-	0.191	-	-	-	-	0.073	-	-	-	-	0.099	-	-	-
State_share_total	-	-	-0.079	-	-	-	-	-0.060	-	-	-	-	-0.019	-	-
Foreign_shares	-	-	-	-0.327*	-	-	-	-	-0.267*	-	-	-	-	-0.058	-
Foreign_capital	-	-	-	-	-0.332*	-	-	-	-	-0.267*	-	-	-	-	-0.064
Offshore_shares	-	-	-	-0.200	-	-	-	-	-0.221**	-	-	-	-	0.013	-
Offshore_capital	-	-	-	-	-0.201	-	-	-	-	-0.221*	-	-	-	-	0.009
Fin_inst_shares	-	-	-	-0.090	-	-	-	-	-0.091	-	-	-	-	-0.011	-
Fin_inst_capital	-	-	-	-	-0.058	-	-	-	-	-0.056	-	-	-	-	-0.016
Corp_shares	-	-	-	-0.157*	-	-	-	-	-0.137**	-	-	-	-	-0.020	-
Corp_capital	-	-	-	-	-0.150*	-	-	-	-	-0.126*	-	-	-	-	-0.026
Nominal_shares	-	-	-	-0.118	-	-	-	-	-0.108	-	-	-	-	-0.012	-
Nominal_capital	-	-	-	-	-0.101	-	-	-	-	-0.088	-	-	-	-	-0.015
Size	0.018**	0.018**	0.019**	0.019**	0.019**	0.011	0.011	0.012	0.012*	0.013*	0.007***	0.007***	0.007***	0.007***	0.007***
Leverage	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000*	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000*	-0.000*	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
ROA	0.011***	0.011***	0.011***	0.012***	0.012***	0.010***	0.010***	0.010***	0.010***	0.010***	0.001	0.001	0.001	0.002*	0.002*
Cons	-0.296***	-0.292	-0.309*	-0.191	-0.220	-0.168	-0.166	-0.179	-0.084	-0.115	-0.129***	-0.128***	-0.130***	-0.113**	-0.111**
p-value	0.0005	0.0013	0.0004	0.0012	0.0012	0.0023	0.0054	0.0018	0.0038	0.0038	0.0008	0.0015	0.0005	0.0038	0.0031

Примечание: символами \*, \*\* и \*\*\* обозначены переменные, значимые на 10%, 5%, 1%-м уровнях соответственно

В первую очередь, рассмотрим модели первой группы для различных зависимых переменных. Данная группа моделей отражает связь дивидендных выплат с концентрацией собственности, выраженной через доли обыкновенных акций у крупнейших акционеров, а также со структурой портфеля крупнейшего акционера. В Таблице 4 представлены результаты построения моделей первой группы для коэффициента совокупных дивидендных выплат, коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции и коэффициента дивидендных выплат на привилегированные акции в качестве зависимых переменных.

Из Таблицы 4 видно, что все модели этой группы статистически значимы. Базовая модель отражает взаимосвязь коэффициента совокупных дивидендных выплат с показателями финансово-экономического состояния компании, то есть, переменными, отнесенными к вектору  $\chi_{it}$ . Все коэффициенты перед данными контрольными переменными в данной модели статистически значимы. Статистически значимыми в моделях для коэффициента совокупных дивидендных выплат (модели 1-7) и коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции (модели 8-14) оказались оценки коэффициентов перед переменной *Share\_1* (модели 1 и 8), отражающими долю обыкновенных акций у первого по величине акционера. Знак коэффициента совпадает с ожидаемым, таким образом, существует обратная взаимосвязь между долей обыкновенных акций в руках у крупнейшего акционера компании и коэффициентом совокупных дивидендных выплат и коэффициентом дивидендных выплат на обыкновенные акции.

Кроме того, в моделях, где зависимой переменной выступили совокупный коэффициент дивидендных выплат и коэффициент выплат на обыкновенные акции, статистически значимым является коэффициент перед переменной *Control\_d*, обозначающей наличие в компании контролирующего акционера, владеющего более, чем половиной всех обыкновенных акций (модели 7 и 14). Значение коэффициента перед данной переменной является отрицательным, что свидетельствует о том, что, в среднем, для компаний, в которых есть контролирующий акционер, характерно более низкое значение коэффициента дивидендных выплат (на 9,2 п.п. для коэффициента совокупных дивидендных выплат и коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции), чем для компаний, в которых такого акционера нет.

Результаты исследования также выявили наличие обратной взаимосвязи между суммарной концентрацией обыкновенных акций в руках трех крупнейших акционеров компании и величиной совокупного коэффициента дивидендных выплат и коэффициента дивидендных выплат на обыкновенные акции (модели 5 и 12). То есть, чем выше

совокупная доля голосующих акций компании в руках трех крупнейших собственников, тем меньше дивидендные выплаты по этим акциям.

Для коэффициента совокупных дивидендных выплат, а также для коэффициента дивидендных выплат по обыкновенным акциям было выявлено наличие обратной связи значений этих коэффициентов с величиной превышения долей обыкновенных акций крупнейшего акционера доли второго по величине акционера (модели 4 и 11). Данный результат подтверждает Гипотезу 2. Для коэффициента дивидендных выплат на привилегированные акции подобной взаимосвязи установлено не было.

Наконец, была выявлена прямая взаимосвязь структуры портфеля крупнейшего акционера компании, обозначенной переменной *Power\_1*, с коэффициентом совокупных дивидендных выплат, а также коэффициентами дивидендных выплат на оба типа акций (модели 7, 14 и 21). Таким образом, можно принять Гипотезу 3 о наличии прямой взаимосвязи между структурой портфеля крупнейшего акционера компании и ее дивидендными выплатами.

Из контрольных переменных, относящихся к вектору  $\chi_{it}$ , в большинстве моделей 1-21 значимы все три исследуемые переменные: размер компании, финансовый леверидж и рентабельность активов. Знаки коэффициентов совпадают с ожидаемыми: размер компании, а также ROA прямо взаимосвязаны с дивидендами по обоим типам акций, в то время как уровень финансового левериджа обратно взаимосвязан с дивидендными выплатами.

Обратимся к моделям со случайными эффектами 22-36 второй группы моделей, в которой, в отличие от моделей первой группы, рассматривается не концентрация собственности у крупнейших акционеров компании, а доли обыкновенных акций у различных типов акционеров, а также их доли в уставном капитале. Все эти модели, показанные в Таблице 5, статистически значимы. В первую очередь нужно отметить, что, вопреки ожиданиям, не было выявлено значимой взаимосвязи между долей государства в уставном капитале компании и величиной дивидендных выплат (модели 22-24, 27-29, 32-34). Ни прямая, ни общая (прямая плюс косвенная) доля государства не взаимосвязаны с коэффициентом совокупных дивидендных выплат, а также с коэффициентами дивидендных выплат по обоим типам акций по отдельности. Таким образом, Гипотезы 4.1 и 4.2 подтверждены не были.

Интересно отметить, что в моделях 32-36, то есть тех, где в качестве зависимой переменной выступил коэффициент дивидендных выплат на привилегированные акции, ни одна из переменных, обозначающих долю обыкновенных акций у какого-либо типа собственников или долю этого типа собственника в уставном капитале компании,

статистически значимой не оказалась. Это может логически объясняться тем фактом, что политика компании в отношении выплат дивидендов владельцам данного типа акций прописана в уставе компании, и поэтому выплаты дивидендов по данному типу акций являются обязательными для компании. Привилегированные акции являются для собственников компании важным источником привлечения капитала, и ущемление прав их владельцев в виде неполной выплаты дивидендов может «задеть» потенциальных инвесторов и негативно отразиться на привлекательности привилегированных акций и, соответственно, их цене. Более того, если компания не выплатит дивиденды владельцам привилегированных акций, они получают право голоса на общем собрании акционеров. Собственники компании понимают возможные последствия такой политики, и поэтому дивидендная политика по привилегированным акциям является более «жесткой», чем политика по обыкновенным акциям. Как следствие, доля ни одного типа акционеров не связана с политикой компании в отношении дивидендов по привилегированным акциям.

Дальнейшие комментарии, соответственно, относятся к моделям, в которых зависимыми переменными являются *Div\_Payout* и *ORD\_Payout*. Была выявлена значимая взаимосвязь дивидендной политики с долями следующих типов собственников: иностранными компаниями, офшорными компаниями и российскими нефинансовыми компаниями.

Доля иностранных акционеров в обыкновенных акциях *Foreign\_shares* компании оказалась обратно связана с дивидендными выплатами, что показано в моделях 25 и 30. Доля иностранных компаний в уставном капитале российских публичных компаний с двумя типами акций также оказалась значимой в моделях для *Div\_Payout* и *ORD\_Payout*, что видно из моделей 26 и 31. Знак коэффициента во всех моделях отрицательный, то есть отличается от ожидаемого, и в данном случае имеет место обратная связь между долей иностранных держателей акций и коэффициентом дивидендных выплат. Таким образом, Гипотеза 5 не была подтверждена.

Коэффициенты перед переменными *Offshore\_shares* и *Offshore\_capital* значимы в моделях с *ORD\_Payout* в качестве зависимой переменной (модели 30 и 31), однако в моделях с *Div\_Payout* не было выявлено значимой взаимосвязи дивидендных выплат с долей данного типа акционеров. Очевидно, что доля офшорных компаний взаимосвязана с дивидендными выплатами именно по обыкновенным акциям, однако не связана с выплатами по привилегированным акциям, что привело к тому, что для коэффициента совокупных дивидендных выплат оценка коэффициента перед *Offshore\_shares* и *Offshore\_capital* значимой не оказалась. В моделях для *ORD\_Payout* знак коэффициентов перед этими переменными – «минус», то есть обнаружено наличие обратной взаимосвязи

между долей офшорных компаний в обыкновенных акциях и уставном капитале общества и коэффициентом дивидендных выплат на обыкновенные акции. В данном случае выдвинутая ранее Гипотеза 6 подтвердилась, так как знак коэффициента совпадает с ожидаемым.

Выявлено наличие обратной взаимосвязи между переменными *Corp\_shares* и *Corp\_capital* и переменными *Div\_Payout* и *ORD\_Payout*, что продемонстрировано в моделях 25, 26, 30 и 31. То есть, чем выше доля российских нефинансовых компаний в обыкновенных акциях и уставном капитале эмитента, тем меньше его коэффициент совокупных дивидендных выплат и коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции.

Из переменных вектора  $\chi_t$ , отражающих финансово-экономическое состояние компании, во второй группе моделей для коэффициента совокупных дивидендных выплат значимы все три исследуемых контрольных переменных: размер компании, финансовый леверидж и ROA. Оценки коэффициентов перед переменными сохраняют знак во всех моделях данной группы, соответствуют ожидаемым и совпадают по знакам с оценками, полученными при тестировании первой группы моделей. Размер компании прямо связан с величиной дивидендных выплат, а уровень финансового левериджа обратно связан с дивидендами: более высокий уровень долга компании по отношению к ее собственному капиталу ассоциируется с меньшей величиной выплачиваемых компанией дивидендов. Рентабельность активов также прямо связана с величиной дивидендных выплат. Нужно отметить, что для коэффициента дивидендных выплат на привилегированные акции *PREF\_Payout* среди показателей финансово-экономической деятельности компании не было выявлено значимой взаимосвязи с уровнем финансового левериджа компании. Однако, как в случае с *Div\_Payout* и *ORD\_Payout*, *PREF\_Payout* также прямо взаимосвязан с *Leverage* и *ROA*.

По результатам проведенного регрессионного анализа можно сделать вывод о том, что дивидендная политика по привилегированным акциям существенно отличается от дивидендной политики по обыкновенным акциям, и, в отличие от последней, взаимосвязана с гораздо меньшим числом факторов. В отличие от политики дивидендных выплат по обыкновенным акциям, политика по привилегированным акциям взаимосвязана, помимо показателей финансово-экономического положения компании, только со структурой портфеля первого по величине акционера. Политика же по обыкновенным акциям связана с концентрацией собственности компании, а также с долями акций у различных типов акционеров.

## 2.4. Основные выводы и результаты исследования

В данном исследовании были выявлены характерные для российских компаний взаимосвязи дивидендной политики по двум типам акций с различными факторами структуры и концентрации собственности. В первую очередь, нужно отметить, что для российских компаний с двумя типами акций характерна высокая концентрация собственности. В среднем, доля голосующих акций в руках крупнейшего акционера в таких компаниях составляет 64,3%, что значительно превышает долю акций, дающую акционеру большинство голосов при принятии решений на общем собрании акционеров - 50%+1 акция. Кроме того, было выявлено, что по сравнению с долей первого по величине собственника, средняя доля следующего за ним акционера относительно мала: всего 15,2%, а доля третьего акционера всего 6,0%. Наблюдается большой отрыв доли первого по величине собственника от доли следующего за ним акционера, что может говорить о том, что первый по величине собственник зачастую может не считаться с оппозицией в лице других акционеров при принятии решений в компании, в том числе, решений о дивидендных выплатах, и даже создание коалиции второго по величине и третьего крупнейшего акционеров не создаст возможности противодействия единоличному решению крупнейшего собственника на общем собрании акционеров. В таких условиях снижается вероятность сговора между крупнейшими акционерами, поскольку их права на участие в управлении компанией очень различаются по силе, и крупнейшему акционеру просто не нужна поддержка следующего за ним собственника для принятия выгодных ему решений и извлечения частных выгод контроля.

Кроме того, в исследуемом периоде с 2010 по 2013 годы наблюдается тенденция к увеличению концентрации собственности в руках основного акционера, уменьшению доли обыкновенных акций у третьего по величине акционера, а также увеличению «дистанции» в средних долях голосующих акций между первым и вторым акционерами. Более того, на протяжении этих четырех лет с 46,0% до 70,8% увеличивается доля компаний, в которых отсутствует третий по величине акционер, обладающий как минимум 5%-м пакетом обыкновенных акций. Но перераспределение прав голоса происходит не в пользу двух крупнейших акционеров, а в пользу одного главного собственника: доля компаний, в которых отсутствует и второй по величине акционер с пакетом голосующих акций минимум в 5% растет с 23,8% в 2010 году до 36,9% в 2013 году. Наблюдается последовательное перераспределение прав контроля в компании в пользу контролирующего акционера. Эта ситуация является сигналом к обострению

агентского конфликта в российских компаниях с двумя типами акций, который может оказать существенное влияние на формирование дивидендной политики. Сравнивая полученный результат с выводами исследователей, изучавших концентрацию собственности в российских компаниях с двумя типами акций на более раннем периоде [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011], нужно отметить, что по сравнению с периодом 2003-2009 гг. на исследуемом периоде наблюдается смена трендов в изменении концентрации собственности в руках трех крупнейших акционеров. Если в период с 2003 по 2009 годы наблюдалось сокращение дистанции между крупнейшими собственниками: снижение средней доли первого акционера, повышение доли третьего акционера и сокращение разницы в долях обыкновенных акций у первого и второго по величине акционеров, предположительно, в том числе, под воздействием кризисных явлений, то на исследуемом периоде наблюдается существенное перераспределение прав голоса в пользу одного главного собственника.

Результаты данного исследования позволяют сделать вывод о характере взаимосвязи широкого круга факторов структуры собственности с дивидендной политикой российских компаний с двумя типами акций. Исследование охватывает несколько групп факторов, а именно факторы, характеризующие структуру собственности компании с точки зрения долей крупнейших акционеров, факторы, характеризующие структуру собственности компании с точки зрения типов крупнейших акционеров, а также фактор, характеризующий структуру портфеля крупнейшего акционера. Помимо этого, было эмпирически проверено наличие связи дивидендных выплат с факторами, характеризующими финансовое состояние компании и ее размер. Поскольку в качестве зависимых переменных рассматривались, помимо совокупного коэффициента дивидендных выплат, коэффициенты дивидендных выплат на обыкновенные и привилегированные акции по-отдельности, проведенное исследование позволяет также выявить разницу между особенностями дивидендной политики по двум типам акций.

В первую очередь, нужно отметить, что была выявлена взаимосвязь дивидендной политики с факторами финансово-экономического состояния компании. Во-первых, имеет место прямая взаимосвязь размера компании с величиной выплачиваемых дивидендов. Этот результат согласуется с выводами российских и зарубежных исследователей, изучавших дивидендную политику компаний, например, [Bebczuk, 2005; Алексеева, Березинец, Ильина, 2011; Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014]. Наличие значимой взаимосвязи данного фактора с дивидендными выплатами может быть вызвано тем, что крупные компании, реализующие более масштабные проекты, требующие больших финансовых вложений, более стратегически заинтересованы в привлечении



дополнительных денежных средств путем выпуска обыкновенных и привилегированных акций, поэтому они выплачивают более высокие дивиденды, чтобы сделать акции привлекательными для инвесторов. Кроме того, хорошие результаты деятельности компании по итогам периода (высокая выручка) могут привести к увеличению дивидендов из-за давления акционеров и стремления компании поддержать свою репутацию в их глазах. Во-вторых, это коэффициент рентабельности активов (ROA), который оказался прямо взаимосвязан со всеми рассматриваемыми в контексте данного исследования показателями дивидендной политики компаний. Знак данного коэффициента совпадает с ожидаемым, то есть, результаты построения моделей позволяют сделать вывод о том, что компании с большей рентабельностью активов в среднем выплачивают относительно большие дивиденды своим акционерам. Данный результат совпадает с результатами, полученными исследователями на зарубежных рынках. Например, [H. DeAngelo, L. DeAngelo, Stulz, 2006; Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014; Reddy Yarram, Dollery, 2015] и другие исследователи также отметили в своих работах положительную взаимосвязь ROA с показателями дивидендной политики. Данный результат может быть объяснен тем, что более прибыльные и эффективные с финансовой точки зрения компании охотнее выплачивают дивиденды, поскольку генерируют достаточно прибыли для покрытия обязательных платежей и уверены в том, что смогут создавать стабильный денежный поток в будущем. Наконец, была выявлена обратная взаимосвязь уровня финансового левериджа компании и коэффициента дивидендных выплат, то есть, чем выше отношение долга к собственному капиталу компании, тем ниже выплачиваемые компанией дивиденды. Полученный результат подтверждает результаты других исследований, в которых рассматривалась взаимосвязь данного показателя с дивидендными выплатами, в частности, [Bebczuk, 2005; Алексеева, Березинец, Ильина, 2011; Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014]. Нужно отметить, что коэффициент перед переменной, обозначающей уровень финансового левериджа, оказался незначим практически во всех моделях с коэффициентом дивидендных выплат по привилегированным акциям. Данный результат может быть объяснен тем, что компании относят выплату дивидендов по привилегированным акциям к обязательным платежам, в то время как дивиденды по обыкновенным акциям выплачиваются после совершения всех обязательных платежей и выплаты процентом по займам, вследствие чего уровень финансового левериджа обратно связан именно с выплатами по обыкновенным акциям.

На этом не заканчиваются отличия дивидендной политики компаний по обыкновенным акциям от дивидендной политики по привилегированным акциям.

Исследование показало, что политика компаний в отношении дивидендов по привилегированным акциям подвержена влиянию гораздо меньшего числа факторов, чем политика по обыкновенным акциям, то есть, является более консервативной. Этот результат вполне оправдан в силу того, что политика по привилегированным акциям прописана в уставе компании, поэтому регулируется более жестко, чем политика выплат по обыкновенным акциям. Решения о размере дивидендов по привилегированным акциям, фактически, принимаются до того, как акции выпускаются, и в дальнейшем компания обязуется удовлетворять права на денежный поток инвесторов-держателей привилегированных акций.

В данной работе исследовалась взаимосвязь факторов структуры собственности с дивидендной политикой компаний, выраженной коэффициентом дивидендных выплат. Данный показатель является, по сути, показателем финансового состояния компании и отражает политику компании в отношении распределения свободных денежных средств, поскольку его величина зависит только от решения акционеров компании. Рассмотрим подробнее результаты, полученные для данного показателя по каждой группе исследуемых факторов.

Концентрация собственности в руках крупнейших акционеров компании на протяжении многих лет отмечается исследователями как один из ключевых факторов, оказывающих влияние на дивидендную политику. В различных исследованиях была подтверждена взаимосвязь доли первого крупнейшего, второго крупнейшего, трех крупнейших акционеров с показателями дивидендных выплат. На рынке Финляндии Б. Маури и А. Пажусте эмпирически показали, что рост концентрации собственности в руках первого по величине акционера, а также рост совокупной концентрации собственности у трех крупнейших собственников компании связан с более низкими дивидендными выплатами, выраженными через коэффициент дивидендных выплат [Maury, Pajuste, 2002]. Принимая во внимание выводы, полученные в исследованиях на данную тему, а также учитывая то, что для российских компаний с двумя типами акций характерна высокая концентрация собственности, в рамках данного исследования было выдвинуто предположение о том, что более высокая доля обыкновенных акций в руках крупнейшего акционера компании будет ассоциироваться с более низким размером дивидендных выплат, что вписывается в рамки предположений агентской теории. Данное предположение было принято в ходе исследования, то есть, Гипотеза 1 была подтверждена. Нужно отметить, однако, что для выплат по привилегированным акциям подобной взаимосвязи отмечено не было. Факт связи доли обыкновенных акций у крупнейшего акционера и дивидендных выплат по этим акциям свидетельствует в пользу

того, что на российском рынке имеет место конфликт интересов между контролирующим собственником, держащим в руках большую долю голосующих акций, и миноритарными акционерами. Крупнейший акционер может использовать свои права голоса для принятия решений, приносящих ему личные выгоды, однако не согласующихся с интересами других акционеров. При этом крупнейшему акционеру выгодно направлять денежные средства на реализацию проектов, приносящих ему частные выгоды, а не распределять их в виде дивидендов. Это предположение вполне оправдано, учитывая высокую концентрацию собственности в российских компаниях с двумя типами акций и слабую степень защиты миноритарных акционеров вследствие несовершенства законодательства в данной области. Отсутствие связи доли крупнейшего акционера с дивидендными выплатами по привилегированным акциям может объясняться особым статусом этих акций. Выплаты по ним носят первоочередной характер, и для контролирующего собственника для предотвращения скандалов намного выгоднее удовлетворять интересы держателей привилегированных акций и выплачивать дивиденды в размере, прописанном в уставе компании. Кроме того, в случае неполучения положенных им дивидендов, держатели привилегированных акций получают право на участие в общем собрании акционеров наравне с держателями обыкновенных акций, что выливается в «размывание» права на контроль со стороны крупнейшего акционера. Естественно, крупнейший собственник не заинтересован в таком положении дел, поэтому права держателей привилегированных акций соблюдаются.

Помимо доли крупнейшего акционера, сам факт присутствия в компании контролирующего собственника с более, чем 50%-й долей обыкновенных акций также связан с размером дивидендных выплат по этому типу акций. Исследование показало, что среди компаний с двумя типами акций те, в которых есть контролирующий акционер, в среднем, имеют на 9,2 п.п. более низкий коэффициент дивидендных выплат по обыкновенным акциям, а также на 9,2 п.п. более низкий коэффициент совокупных дивидендных выплат. Учитывая, что для российских компаний с двумя типами акций характерна высокая концентрация собственности (среднее значение доли крупнейшего акционера составило 64,3%), можно предположить наличие агентского конфликта в компаниях, с точки зрения которого данный результат является вполне объяснимым. Этот результат также совпадает с полученным в исследовании Б. Маури и А. Пажусте [Maury, Rajuste, 2002], где авторами было отмечено, что для компаний с присутствием контролирующего акционера характерны более низкие дивидендные выплаты.

Помимо наличия обратной взаимосвязи доли первого по величине акционера с размером дивидендных выплат по обыкновенным акциям, было отмечено аналогичное

влияние совокупной концентрации обыкновенных акций в руках трех первых по размеру собственников с дивидендными выплатами по голосующим акциям. Компании, в которых суммарная доля обыкновенных акций во владении трех крупнейших собственников выше, выплачивают более низкие дивиденды по данному типу акций. На основании проведенного в данном исследовании анализа описательной статистики в отношении концентрации голосующих акций в собственности трех первых по величине акционеров, можно сделать вывод о том, что, хотя не было выявлено существенного различия между суммарной долей обыкновенных акций у трех первых акционеров в начале и конце исследуемого периода, в рамках этой доли происходит перераспределение голосующих акций от второго и третьего акционеров к первому по величине акционеру. Как следствие, показатель суммарной концентрации обыкновенных акций в руках трех крупнейших собственников приближается к показателю доли этих акций у первого по величине акционера, из-за чего наблюдается аналогичная взаимосвязь данных факторов с размером дивидендных выплат. Данный результат совпадает с выводами, полученными Б. Маури и А. Пажусте на рынке Финляндии [Maury, Rajuste, 2002]. В России, однако, взаимосвязь данного фактора с размером дивидендов обусловлена скорее не «сговором» между крупнейшими акционерами с целью получения частных выгод контроля, а существенно преобладающей долей первого собственника над долями второго и третьего по величине акционеров.

Среди показателей концентрации собственности взаимосвязь с размером совокупных дивидендных выплат, а также дивидендных выплат по обыкновенным акциям проявил показатель разницы между долями голосующих акций у первого и второго по величине акционеров. Исследование показало, что компании, в которых «отрыв» доли первого собственника от доли второго выше, склонны выплачивать более низкие дивиденды владельцам обыкновенных акций. Этот результат вновь подтверждает предположение о наличии агентского конфликта в российских компаниях с двумя типами акций, при котором крупнейший собственник склонен извлекать частные выгоды контроля путем инвестирования свободных денежных средств в проекты, приносящие ему личные выгоды, однако с высокой вероятностью ущемляющие права более мелких акционеров. Чем выше доля обыкновенных акций в руках крупнейшего собственника и чем больше разница между его долей и долей следующего за ним акционера, тем выше власть первого акционера в отношении принятия решений, в том числе, о размере дивидендных выплат, и тем меньше шансы более мелких акционеров защитить свои права, поскольку доля их голосов мала по сравнению с долей крупнейшего акционера. Существенная концентрация власти в руках первого по размеру собственника

подтверждается также тем, что имеется тенденция к сокращению компаний, в которых присутствуют второй и третий по величине акционеры, обладающие хотя бы 5%-й долей голосующих акций.

Эти выводы позволяют понять, почему исследование не выявило взаимосвязи между долей второго и третьего по величине акционеров с размером дивидендных выплат российских компаний с двумя типами акций. Средняя доля этих акционеров уменьшается в исследуемом периоде по сравнению с долей первого по размеру собственника, соответственно, эти акционеры не могут оказывать существенное влияние на принятие решений в отношении размера дивидендов. Поскольку средняя доля этих акционеров существенно ниже средней доли крупнейшего акционера, вероятность того, что эти акционеры объединятся с первым по величине для совместного извлечения частных выгод контроля, невелика, поскольку крупнейшему собственнику, зачастую владеющему контрольным пакетом акций компании, не требуется поддержка в лице более мелких акционеров для контроля над принимаемыми в компании решениями. С другой стороны, из-за высокой разницы между долями первого и второго акционеров, второй и третий акционеры, даже объединившись, зачастую не обладают даже блокирующим пакетом акций, который позволил бы им составить «оппозицию» решениям крупнейшего собственника и дал бы им возможность «сдерживать» оппортунистическое поведение первого по величине акционера в отношении политики распределения свободных денежных средств.

Фактором, для которого была отмечена взаимосвязь с дивидендными выплатами по обоим типам акций, является структура портфеля крупнейшего акционера компании. Взаимосвязь данного показателя с размером дивидендов начала изучаться исследователями с относительно недавнего времени и на данный момент не существует сформированного мнения о связи этого фактора с дивидендной политикой компаний. Б. Маури и А. Пажусте в Финляндии [Mauru, Rajuste, 2002], а также Л. В. Алексеева, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильина в России [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011] не подтвердили наличие связи отношения долей привилегированных акций и обыкновенных акций от общего их числа у первого по величине акционера с дивидендной политикой компаний. Исследователи предположили, что это может быть связано с особым статусом привилегированных акций, дающих их держателям право на первоочередное получение дивидендов, а также стремлением крупнейшего акционера сохранить свою репутацию перед лицом более мелких держателей обыкновенных и привилегированных акций. Однако, в данной ВКР вновь было проведено исследование взаимосвязи структуры портфеля крупнейшего собственника с величиной совокупных дивидендных выплат, а

также с величиной дивидендов по обоим типам акций. Результат показывает, что компании, в которых крупнейший акционер обладает большей долей привилегированных акций по отношению к доле обыкновенных акций, склонны выплачивать более высокие дивиденды по обоим типам акций. Этот результат подтверждает выдвинутую ранее гипотезу, основанную на предположениях вышеуказанных авторов, и может указывать на то, что в компаниях, где крупнейший акционер держит относительно малую долю привилегированных акций, агентский конфликт выражен более остро, чем в компаниях, где эти доли ближе друг к другу. Обладая значительной долей обыкновенных акций и малой долей привилегированных, крупнейшие акционеры сохраняют контроль над принятием решений в компании, не возлагая на себя полностью издержки. Как следствие, они могут быть абсолютно не заинтересованы в выплате дивидендов по привилегированным акциям, в результате чего права их держателей на денежный поток нарушаются. В тех же компаниях, где крупнейший акционер держит довольно большую долю привилегированных акций, ее наличие может «сдерживать» крупнейшего собственника от ущемления прав владельцев неголосующих акций, поскольку таким образом он лишает и себя выплат по акциям, дающим право исключительно на денежный поток. Кроме того, когда крупнейший акционер держит относительно меньшую долю обыкновенных акций по сравнению с долей привилегированных акций, его интересы ближе к интересам миноритарных акционеров и держателей привилегированных акций, вследствие чего повышаются дивидендные выплаты по акциям обоих типов.

Перейдем к рассмотрению взаимосвязи дивидендных выплат с долями голосующих акций у различных типов акционеров, а также с долями этих акционеров в уставном капитале компании. Вопреки ожиданиям, не было выявлено значимой взаимосвязи доли государства в уставном капитале компании и размером дивидендных выплат по обоим типам акций. В исследовании Л.В. Алексеевой с соавторами [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011] на российском рынке также не было выявлено взаимосвязи прямой доли государства в уставном капитале компании с величиной дивидендных выплат. В данной ВКР, помимо участия государства в уставном капитале компании напрямую, также была исследована взаимосвязь совокупного (прямого плюс косвенного) участия государства в уставном капитале компании, то есть, рассмотрена возможная заинтересованность государства в дивидендных выплатах компании благодаря доле государства в капитале «промежуточных» компаний, владеющих акциями эмитента. Однако, данное предположение также не нашло подтверждения. Во-первых, средняя совокупная доля государства в уставном капитале исследуемых компаний, как и доля прямого участия, относительно невелика. Во-вторых, возможность государства оказывать влияние на

дивидендную политику компании через цепочку посредников затруднена, и косвенное участие государства в капитале компании-эмитента не дает четкого представления о реальной возможности государства участвовать в принятии решений о размере дивидендных выплат.

Примечательным результатом оказалось отсутствие значимой взаимосвязи между остальными типами крупнейших акционеров компании и дивидендными выплатами по привилегированным акциям. Основным фактором, отражающим специфику дивидендной политики компании, оказались выплаты по обыкновенным акциям. Выплаты же по привилегированным акциям не связаны со структурой собственности компании с точки зрения типов ее акционеров. Данный результат совпадает с полученным в статье Л. В. Алексеевой, И. В. Березинец и Ю. Б. Ильиной о связи дивидендных выплат российских компаний с двумя типами акций с типами крупнейших акционеров этих компаний в периоде с 2003 по 2009 годы, где также не было обнаружено взаимосвязи дивидендов по привилегированным акциям с долями голосующих акций у различных типов собственников [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011]. Этот результат вполне объясним, если вспомнить об особом статусе привилегированных акций. Выплаты дивидендов по ним закреплены в уставе компании и носят обязательный характер. Если компания не выполнит этого обязательства совсем, или выполнит его не полностью, то, согласно ФЗ «Об акционерных обществах»<sup>1</sup>, владельцы привилегированных акций получают право на участие в общем собрании акционеров с правом голоса, то есть, фактически, получают права владельцев обыкновенных акций на участие в управлении компанией. Это противоречит интересам собственников компании, обладающих правом голоса: им не выгодно «размывание» своей доли голосующих акций за счет присоединения к их числу привилегированных акций. Также собственники компании осознают, что привилегированные акции итак могут быть менее привлекательными для инвесторов в виду того, что не дают им права на участие в управлении, однако для компании они могут являться важным источником привлечения финансирования. Если же законное право владельцев таких акций, получение определенного размера дивидендов, будет нарушено, их привлекательность для инвесторов может сильно упасть, что приведет к снижению их цены и затруднению возможностей привлечения капитала в компанию в будущем.

Помимо этого, стоит отметить, что не наблюдается разницы в значимости взаимосвязи дивидендных выплат с долей обыкновенных акций в руках у собственников

---

<sup>1</sup> Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. - п.5, ст.32. — Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 15.04.2016).

от их взаимосвязи с долями различных типов собственников в уставном капитале компании. Это может объясняться в целом небольшим отличием этих долей в силу того, что привилегированные акции составляют меньшую долю от общего числа акций в компании и распределены между акционерами таким образом, что их доли у каждого из них малы по сравнению с долями обыкновенных акций.

Результаты исследования взаимосвязи дивидендной политики компаний с долями акций у ее основных акционеров показали, что выплаты по обыкновенным акциям значимо связаны обратной связью с долей акций у иностранных инвесторов, у офшорных компаний и у российских нефинансовых компаний. Гипотеза 5 о связи дивидендной политики с долей обыкновенных акций у иностранных держателей была опровергнута, а Гипотеза 6 о связи с долей акций у офшорных компаний – подтверждена.

Обратная взаимосвязь доли акций у иностранных инвесторов и размером дивидендных выплат является результатом, отличным от ожидаемого, поскольку, ввиду более низкой ставки процента по налогу на дивиденды для юридических-лиц нерезидентов, предполагалось, что данная категория акционеров будет предпочитать именно такую форму получения дохода. Однако, результат построения модели показал обратное: чем больше в компании доля акций у иностранных акционеров, тем меньше дивиденды по обыкновенным акциям она платит. Однако, аналогичный результат был получен другими исследователями на развивающихся рынках других стран. К. Лам с соавторами в исследовании дивидендной политики китайских компаний находят обратную взаимосвязь между долей обыкновенных акций у иностранных инвесторов и величиной денежных дивидендов [Lam, Sami, Zhou, 2012]. Авторы объясняют такой результат тем, что иностранные инвесторы, обладая не таким хорошим доступом к информации о компании, как другие типы инвесторов, могут быть против выплат дивидендов в денежной форме, поскольку опасаются того, что другие более крупные и более осведомленные инвесторы, в частности, государство напрямую и через госкомпании, могут использовать дивиденды чтобы «выкачать» свободные денежные средства из фирмы с целью получения личной выгоды, что может негативно сказаться в будущем на эффективности компании. Такие инвесторы предпочитают дивидендам доход от роста стоимости акций, поскольку для них это является ясным показателем эффективности управления компанией и говорит о позитивных перспективах ее функционирования в ближайшем будущем, в то время как высокие дивиденды могут быть сигналом совсем иной ситуации. Принимая во внимание, что в России доля иностранных инвесторов относительно невелика, в то время как государство как напрямую, так и через цепочку посредников, а также российские нефинансовые компании и офшоры могут



являться крупными акционерами общества, можно предположить, что подобная зависимость имеет место и для российских компаний.

В зарубежных исследованиях влиянию офшорных компаний на дивидендную политику уделялось мало внимания, поскольку широкое присутствие таких компаний в составе собственников акционерных обществ является особенностью российского бизнеса. Предположение, выдвинутое о роли офшорных компаний в формировании дивидендной политики российских фирм, было подтверждено: для компаний с более высокой долей акций в собственности офшоров характерны более низкие дивидендные выплаты по обыкновенным акциям. Это может быть вызвано тем, что компаниям, акции которых принадлежат офшорам, выгодно не выплачивать большие дивиденды, а использовать эти денежные средства для проведения операций с участием офшорных компаний с целью снижения налоговых выплат в Российской Федерации, управления рисками, повышения эффективности управления имуществом и других целей, повышающих финансовое благосостояние компании. Кроме того, зачастую российские фирмы используют офшоры для получения кредитов на выгодных условиях, в связи с льготным налогообложением процентов по кредитам в офшорных зонах. Вследствие большей «закредитованности» компании, она выплачивает меньшие дивиденды по обыкновенным акциям.

Другой тип акционеров, доля акций в руках которого продемонстрировала обратную взаимосвязь с дивидендными выплатами по обыкновенным акциям, это российские нефинансовые корпорации. В рамках исследования ожидалось обнаружить прямую взаимосвязь, поскольку в России в течение исследуемого периода дивиденды облагались налогом по ставке 9% (в некоторых случаях 0%), в то время как налог на прибыль рассчитывался по ставке 20%<sup>1</sup>. Результаты в поддержку предпочтения акционерами-корпорациями страны эмитента более высоких дивидендов в связи с налоговыми выгодами были получены, в частности, в исследовании Д. Хенри для австралийских компаний [Henry, 2011]. Однако, несмотря на налоговые выгоды, в России наблюдается противоположный эффект. Описательная статистика показывает, что средняя доля обыкновенных акций компаний, вошедших в выборку, у российских корпоративных инвесторов составляет 33,0%, при этом около половины компаний имеет в составе акционеров российскую нефинансовую корпорацию, владеющую, как минимум, 15%-м пакетом голосующих акций. Вполне вероятно, что корпорации, будучи крупными

---

<sup>1</sup> Налоговый кодекс Российской Федерации : федер. закон от 5 августа 2000 года N 117-ФЗ : принят Государственной Думой 19 июля 2000 года : одобрен Советом Федерации 26 июля 2000 года [Электронный ресурс]. – п.1, ст.284. - Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_28165/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/) (дата обращения: 20.04.2016).

акционерами компаний-эмитентов, обладают достаточными возможностями и средствами для мониторинга менеджмента этих компаний и предотвращения извлечения последним личных выгод в ущерб акционерам. В связи с этим им не нужно «дисциплинировать» менеджеров, извлекая из компании лишние денежные средства в виде дивидендов, для предотвращения вложения этих денег в невыгодные проекты. Более того, зачастую этот тип собственников является контролирующим или крупнейшим акционером компании, поэтому сам может извлекать частные выгоды контроля, ущемляя права более мелких акционеров путем снижения дивидендов. Кроме того, некоторые исследования, например, работы Хана [Khan, 2006], а также Маури и Пажусте [Maury, Pajuste, 2002], демонстрируют результат, показывающий, что корпорации предпочитают более низкие дивидендные выплаты. Происходит это из-за того, что корпорации, владеющие контрольными пакетами акций компаний-эмитентов, могут получать гораздо большие выгоды от обладания голосующими акциями и участия в управлении с целью эффективного реинвестирования денежных средств в развитие компаний-эмитентов.

Для долей финансовых институтов и номинальных держателей в компаниях-эмитентах не было обнаружено значимой взаимосвязи с размером дивидендных выплат. Что касается доли финансовых институтов, по сравнению с долями других типов акционеров, в исследуемых компаниях ее среднее значение очень мало: всего 0,6% в обыкновенных акциях и 0,7% в уставном капитале. Всего несколько из исследуемых компаний имеют в составе собственников финансовый институт, вследствие чего доля данного типа акционеров не является значимо связанной с формированием дивидендной политики компании. Доля номинальных держателей, хоть и демонстрирует высокое среднее значение в исследуемом периоде, не связана с размером дивидендных выплат, возможно, по причине сложности определения интересов владельцев акций, стоящих за номинальными держателями, поскольку далеко не всегда есть возможность понять, кто является реальным владельцем акций, зарегистрированных на номинального держателя, и чьи интересы представляет этот тип акционера. Ввиду возможной противоречивости интересов истинных владельцев акций, а также, возможно, их в целом слабой заинтересованности в участии в принятии решений в компании, не наблюдается взаимосвязи доли номинальных акционеров в обыкновенных акциях и уставном капитале компаний с размером дивидендных выплат.

Полученные результаты указывают на то, что концентрация собственности и доли различных типов акционеров компании взаимосвязаны преимущественно с дивидендными выплатами по обыкновенным акциям. Дивидендные выплаты по привилегированным акциям связаны с результатами деятельности компании и структурой портфеля ее

крупнейшего акционера с точки зрения отношения долей двух типов акций. Таким образом, выплата дивидендов по привилегированным акциям является обязательством компании, и, хотя выпуск данного типа акций может служить для крупнейших акционеров инструментом манипулирования распределением прав голоса и прав на контроль в компании, гораздо ярче выражена проблема ущемления прав держателей мелких пакетов обыкновенных акций, которые не могут претендовать на преимущественное получение дивидендов. Данные выводы подчеркивают остроту агентской проблемы в российских компаниях с двумя типами акций и сигнализируют об актуальности дальнейших исследований в данной области на рынке России.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Спустя десятилетия со времени появления первых научных исследований по данной проблематике, взаимосвязь дивидендной политики компаний со структурой собственности по-прежнему остается темой, открытой для обсуждения. На российском и зарубежном рынках исследователи под разными углами изучают влияние различных факторов структуры собственности на размер дивидендных выплат компании по разным типам акций, однако, нет однозначного мнения касательно влияния этих факторов на дивиденды компаний.

В этом исследовании рассматривается взаимосвязь дивидендной политики российских компаний с двумя типами акций с различными факторами структуры и концентрации собственности. Среди них исследуются факторы, отражающие концентрацию собственности в руках трех крупнейших акционеров компании, в том числе структуру портфеля крупнейшего акционера с точки зрения соотношения долей обыкновенных и привилегированных акций, а также факторы, которые представляют доли обыкновенных акций компании в руках различных типов акционеров (включая государство) и доли этих типов акционеров в уставном капитале. В качестве зависимых переменных, отражающих дивидендную политику компании были рассмотрены коэффициент совокупных дивидендных выплат, а также коэффициенты дивидендных выплат по обыкновенным акциям и по привилегированным акциям по-отдельности. Исследование проводилось на выборке, состоящей из данных по всем российским публичным компаниям с двумя типами акций, выплачивавшим дивиденды не более одного раза в год, торговавшимся на Московской бирже в период с 2010 по 2013 годы.

Результаты исследования показали, что для российского рынка характерна высокая концентрация собственности в руках первого по величине акционера и увеличивающийся «отрыв» доли крупнейшего собственника от долей следующих по величине акционеров. Имеет место ситуация перераспределения прав голоса в российских компаниях с двумя типами акций в пользу крупнейшего собственника за счет уменьшения пакетов более мелких акционеров. Данная ситуация ведет к усилению агентской проблемы, что может существенно сказываться на дивидендной политике компаний. Агентская проблема в России выражена особенно остро, в связи с низкой степенью защиты прав инвесторов, недостатком опыта в применении существующих нормативных актов при регуляции корпоративного управления и высокой концентрацией собственности. Результаты проведенной работы показывают, что ущемление прав происходит преимущественно в отношении держателей мелких пакетов голосующих акций, в то время как дивидендные

выплаты по привилегированным акциям связаны исключительно с финансово-экономическими показателями компании и структурой портфеля крупнейшего акционера.

Для дивидендных выплат по обыкновенным акциям была установлена обратная взаимосвязь их размера с долей обыкновенных акций в собственности первого по величине акционера, с суммарной концентрацией обыкновенных акций в руках трех крупнейших акционеров и с величиной разницы между долями обыкновенных акций у первого и второго по величине акционеров. Кроме того, было отмечено, что компании, в которых доля голосующих акций у первого по величине акционера превышает 50%, имеют, в среднем, на 9,2 п.п. меньший коэффициент совокупных дивидендных выплат, а также коэффициент дивидендных выплат на обыкновенные акции. Наконец, в российских компаниях с двумя типами акций имеется взаимосвязь как дивидендных выплат на обыкновенные, так и дивидендных выплат на привилегированные акции со структурой портфеля крупнейшего акционера: более высокая доля привилегированных акций от их общего числа по отношению к доле обыкновенных акций у первого по величине собственника ассоциируется с большими дивидендными выплатами по обоим типам акций.

Что касается взаимосвязи размера дивидендных выплат компании с долями обыкновенных акций у различных типов акционеров компании, а также с долями этих акционеров в уставном капитале компании, была обнаружена взаимосвязь с дивидендами по обыкновенным акциям доли иностранных акционеров, доли офшорных компаний, а также доли российских корпоративных акционеров. Данные взаимосвязи являются обратными и сохраняются как для долей обыкновенных акций, так и для долей в уставном капитале.

Помимо взаимосвязи дивидендной политики компаний с концентрацией собственности в них, было подтверждено наличие взаимосвязи размеров дивидендов с показателями финансово-экономического положения компании. Так, размер компании и рентабельность ее активов прямо взаимосвязаны с величиной дивидендных выплат, в то время как уровень долга по отношению к собственному капиталу демонстрирует обратную взаимосвязь с величиной дивидендов. Однако, практически все модели с коэффициентом дивидендных выплат на привилегированные акции в роли зависимой переменной продемонстрировали отсутствие взаимосвязи уровня финансового левериджа компании с величиной ее дивидендных выплат по данному типу акций. Таким образом уровень долга компании не связан с выплачиваемыми ей дивидендами по привилегированным акциям, что вновь подтверждает особый статус этих акций, дивиденды по которым прописаны в уставе компании и являются для нее обязательством.

На основании результатов проведенного исследования можно сделать следующий вывод: дивидендная политика компаний по обоим типам акций взаимосвязана с факторами финансово-экономического состояния компании, а также со структурой портфеля первого по величине акционера компании. Однако, политика выплат по обыкновенным акциям также связана с концентрацией обыкновенных акций в руках крупнейшего акционера компании и с долями различных типов акционеров в обыкновенных акциях и уставном капитале компании.

Данное исследование подчеркивает важность изучения дивидендной политики компаний с точки зрения влияния на нее различных факторов структуры собственности с целью более глубокого понимания уровня защиты прав акционеров на российском рынке и степени ущемления прав владельцев привилегированных акций и миноритарных держателей обыкновенных акций владельцами крупных пакетов голосующих акций для совершенствования российского законодательства в отношении защиты прав акционеров с целью повышения уровня корпоративного управления в российских компаниях, привлечения инвестиций и улучшения состояния экономики страны.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Алексеева Л.В. Влияние структуры собственности на дивидендную политику российских компаний / Л. В. Алексеева, И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. Менеджмент. - 2011. - Вып. 4. - С. 3–31.
2. Алексеева Л.В. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ / Л. В. Алексеева, И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. Менеджмент. - 2011. - Вып. 3. - С. 3–31.
3. Долгопятова Т.Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? / Т.Г. Долгопятова // Российский журнал менеджмента. – 2007. - Т. 5, № 3. - С. 27–52.
4. Кодекс корпоративного управления [Электронный ресурс] / Служба Банка России по финансовым рынкам. - Режим доступа: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\\_management\\_study/corp\\_governance/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/corp_governance/index.html) (дата обращения: 10.05.2016).
5. Мальгинов Г.Н. Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление, регулирование / Г.Н. Мальгинов, А.Д. Радыгин. – М.: ИЭПП, 2007. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.iep.ru/files/text/cepra/smes.pdf> (дата обращения: 19.04.2016).
6. Муравьев А.А. Обыкновенные и привилегированные акции в России: Анализ факторов, влияющих на разницу цен / А.А. Муравьев. - Научный доклад № 04/07. - ЕЕРС, 2004. – 64 с.
7. Налоговый кодекс Российской Федерации : федер. закон от 5 августа 2000 года N 117-ФЗ : принят Государственной Думой 19 июля 2000 года : одобрен Советом Федерации 26 июля 2000 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_28165/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/) (дата обращения: 20.04.2016).
8. О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ : принят Государственной Думой 20 марта 1996 года : одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10148/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/) (дата обращения: 05.04.2016).
9. Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 15.04.2016).

10. Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества : указ Президента РФ от 01.07.1992 N 721 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_587/2011a123b16a58aa919bb52261df7e3ee94ca6e3/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_587/2011a123b16a58aa919bb52261df7e3ee94ca6e3/) (дата обращения: 08.04.2016).
11. Полугодина В.В. Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний / В.В. Полугодина, Д.В. Репин // Журнал «Корпоративные финансы». – 2009. - №3 (11). – С. 20-34.
12. Практики корпоративного управления в России: определение границ национальной модели // Экспертно-аналитический доклад. – Москва, 2011. – С. 1-27.
13. Amoako-Adu B. Analysis of dividend policy of dual and single class U.S corporations / B. Amoako-Adu, V. Baulkaran, B. Smith // Journal of Economics and Business. – 2014. – N.72. – P. 1-29.
14. Bebczuk R. Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina / R. Bebczuk. - Working Paper N R-516. - Inter-American Development Bank Research Network, 2005.
15. Bena J. Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic / J. Bena, J. Hanousek // Czech Journal of Economics and Finance. – 2008. - Vol. 58, N 3–4. - P. 106–130.
16. Bokpin G. Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Performance on the Ghana Stock Exchange / G. Bokpin // Journal of Applied Accounting Research. – 2011. - Vol. 12, N 1. – P. 61-73.
17. Bradford W. Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China / W. Bradford, C. Chen, S. Zhu // International Review of Economics and Finance. – 2013. – Vol. 27, N. 1. – P. 445–464.
18. Chang K. Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis / K. Chang, E. Kang, Y. Li // Journal of Business Research. – 2015. - Vol. 69, N 7. – P. 1-30.
19. DeAngelo H. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory / H. DeAngelo, L. DeAngelo, R.M. Stulz // Journal of Financial Economics – 2006. – N. 81. – P. 227–254.
20. Dyck A. Private Benefits of Control: An International Comparison / A. Dyck, L. Zingales // Journal of Finance. – 2004. – Vol. 59, N. 2. – P. 537-600.
21. Easterbrook F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends / F. H. Easterbrook // The American Economic Review. – 1984. - Vol. 74, N. 4. – P. 650-659.



22. Faccio M. Dividends and Expropriation / M. Faccio, L. Lang, L. Young // *American Economic Review*. – 2001. - Vol. 91, N. 1. – P. 54-78.
23. Farinha J. The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence / J. Farinha. - Working Paper. - CETE-Centro de Estudos de Economia Industrial, 2005.
24. Goetzman W.N. Modelling and measuring Russian Corporate Governance: The Case of Russian Preferred Common Shares / W.N. Goetzmann, M. Spiegel, A. Ukhov. - Working Paper N 9469. - National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2003.
25. Gomes A. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects / A. Gomes // *Journal of Finance*. – 2000. - Vol. 55. N 2. - P. 615–646.
26. Gomes A. Sharing of Control versus Monitoring as Corporate Governance Mechanisms / A. Gomes, W. Novaes // Working Paper. - Pennsylvania Institute for Economic Research, 2005.- N. 01–029.
27. Goyal A. Cash dividends and investor protection in Asia / A. Goyal, C. Muckley // *International Review of Financial Analysis*. – 2013. – N. 29. – P. 31–43.
28. Grossman S. J. One Share/One Vote and the Market for Corporate Control / S. J. Grossman, O.D. Hart // *Journal of Financial Economics*. – 1988. - Vol. 20, N. 1/2. - P. 175-202.
29. Gugler K. Corporate Governance, Dividend Payout Policy and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment / K. Gugler // *Journal of Banking and Finance*. – 2003. - Vol. 27, N 7. - P. 1297–1321.
30. Henry D. Ownership structure and tax-friendly dividends / D. Henry // *Journal of Banking & Finance*. – 2011. – No.35. – P. 2747–2760.
31. Jarrell G. Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence / G. Jarrell, A. Poulsen // *Journal of Financial Economics*. – 1988. – Vol. 20, N. 2. – P. 129–152.
32. Jensen M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M. C. Jensen, W.H. Meckling // *Journal of Financial Economics*. – 1976. - Vol. 3, N. 4. - P. 305-360.
33. Kallberg J. Preferred stock: Some insights into capital structure / J. Kallberg, H. L. Crocker, S. Villupuram // *Journal of Corporate Finance*. – 2013. – Vol. 21. – P. 77-86.
34. Khan T. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data / T. Khan. - Working Paper. - Oxford: Nuffield College, 2006.
35. Kumar J. Corporate Governance and Dividends Payout in India / J. Kumar // *Journal of Emerging Market Finance*. – 2006. – Vol. 5, N. 1. – P. 15-58.
36. La Porta R. Agency Problems and Dividend Policies around the World / R. La Porta et al. // *The Journal of Finance*. – 2000. – Vol. 55, N.1. – P. 1-33.

37. Laeven L. Complex Ownership Structures and Corporate Valuations / L. Laeven, R. Levine. - Working Paper № 07/140. - International Monetary Fund, 2007.
38. Lam K. The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market / K. Lam, H. Sami, H. Zhou // China Journal of Accounting Research. – 2012. – No.5. – P. 199–216.
39. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes / J. Lintner // The American Economic Review. – 1956. - Vol. 46, N. 2 – P. 97-113.
40. Lintner J. The Cost of Capital and Optimal Financing of Corporate Growth / J. Lintner // The Journal of Business. – 1963. – Vol. 18, N. 2. – P. 292–310.
41. Litzemberger R. H. The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects? / R. H. Litzemberger, K. Ramaswamy // The Journal of Finance. – 1982. – Vol. 37, N. 2. – P. 429–443.
42. Maury C. B. Private Benefits of Control and Dual – Class Share Unification / C. B. Maury, A. Pajuste. - ECB Working paper. - Swedish School of Economics and Business Administration, 2007.
43. Maury C.B. Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland / C.B. Maury, A. Pajuste // The Finnish Journal of Business Economics. – 2002. – N.1/02. - P. 15–45.
44. Miller M. H. Dividend Policy and Market Valuation: a Reply / M. H. Miller, F. Modigliani // The Journal of Business. – 1963. - Vol. 36, N. 1. - P. 116-119.
45. Miller M. H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares / M. H. Miller, F. Modigliani // The Journal of Business. – 1961. - Vol. 34, N. 4. - P. 411-433.
46. Muravyev A. Dual Class Stock in Russia: Explaining a Pricing Anomaly / A. Muravyev // Emerging Markets Finance & Trade. – 2009. - Vol. 45, N 2. - P. 21–43.
47. Muravyev A. The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange / A. Muravyev, I. Berezinets, Y. Ilina // International Review of Financial Analysis. – 2014. – N. 34. – P. 247–261.
48. Pajuste A. Corporate Governance and Controlling Shareholders / A. Pajuste // Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy, Ph.D. – EFI, The Economic Research Institute, 2004. – 138 p.
49. Partch M. The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth / M. Partch // Journal of Financial Economics. – 1987. – Vol. 18, N. 2. – P. 313-339.

50. Reddy Yarram S. Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms / S. Reddy Yarram, Dollery B. E. // *Managerial Finance*. – 2015. - Vol. 41, Iss. 3. – P. 267 – 285.
51. Setia-Atmaja L. Dividend and Debt Policies of Family Controlled Firms. The Impact of Board Independence / L. Setia-Atmaja // *Journal of Financial Research*. – 1994. - Vol. 17, N. 3. - P. 363–373.
52. Shefrin H. M. Explaining Investor Preference for Cash Dividends / H. M. Shefrin, M. Statman // *Journal of Financial Economics*. – 1984. - Vol. 13, Iss. 2. – P. 253-282.
53. Villalonga B. How Are U.S. Family Firms Controlled? / B. Villalonga, R. Amit // *Review of Financial Studies*. – 2008. – Vol. 22, N. 8. – P. 3047-3091.
54. Wang Xi. The impact of government ownership on dividend policy in China / Xi Wang, D. Manry, S. Wandler // *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*. – 2011. – Vol. 27, Iss. 2. – P. 366–372.
55. Wei J. Dividend Payment and Ownership Structure in China / J. Wei, W. Zhang, J. Xiao // *Corporate Governance. Advances in Financial Economics*. - 2004. - Vol. 9. - P. 187–219.