

УДК 336.027

А.А. Гуковская, Д.И. Кольцова

Российский государственный гуманитарный университет, г. Москва

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И СТОИМОСТЬ КОРПОРАЦИЙ

Ключевые слова: дивиденды, дивидендная политика, модели дивидендных выплат, стоимость корпораций.

Вопросы формирования взвешенной политики в отношении дивидендных выплат, соблюдающей баланс интересов акционеров и развития компании, актуальны для большинства компаний и представляют научный интерес. В статье проведен эмпирический анализ на предмет выявления связи между различными показателями дивидендных выплат и стоимостью российских компаний разной отраслевой принадлежности и структуры собственности. Проведено тестирование гипотезы о влиянии этих факторов на наблюдаемую существенную дифференциацию реализуемой дивидендной политики российскими корпорациями.

A.A. Gukovskaya, D.I. Koltsova

Russian State University of Humanities, Moscow

DIVIDEND POLICY AND CORPORATION VALUE

Keywords: dividends, dividend policy, dividend pay-out models, corporate value.

The issues of forming a balanced policy in relation to dividend payments, respecting the balance of interests of shareholders and the development of the company, are relevant for most companies, and are of scientific interest. The article provides an empirical analysis to identify the relationship between various indicators of dividend payments and the value of Russian companies of different industries and ownership structure. The hypothesis about the influence of these factors on the observed significant differentiation of the implemented dividend policy by Russian corporations was tested.

Одним из наиболее обсуждаемых вопросов в области корпоративных финансов является взаимосвязь между дивидендной политикой и рыночной ценой акции (стоимостью компании). Ф. Блэк назвал дивиденды пазлом [1], который остается неразгаданным и сейчас, несмотря на внушительное количество теоретических моделей (например, обзор в [2]) и эмпирических тестов для разных рынков. Поведение российских компаний также неоднократно анализировалось в этом контексте [3,4,5], но однозначной картины не сформировано.

По-прежнему дивидендная политика представляет собой спорный момент в деятельности компании и единственное в чем сходятся все исследователи этого вопроса – это невозможность формирования единых правил для нее, универсальных для любой компании. По некоторым позициям возможны обобщения, так, например, склонность к выплате дивидендов выше у крупных и прибыльных компаний на развитых финансовых рынках [6].

Хотя специфика отечественного российского фондового рынка и механизм работы публичных корпораций накладывает свой отпечаток на дивидендную политику компаний, но эмпирические данные свидетельствуют об аналогичной тенденции – основными плательщиками дивидендов являются 12 крупнейших компаний [3] на общем фоне устойчивого роста дивидендных выплат. По показателю дивидендной доходности российский фондовый рынок входит в тройку мировых лидеров в последние три года.

Для развивающихся рынков эмпирически подтверждена на панельных данных более 300 компаний из 19 стран положительная взаимосвязь между корпоративным управлением и выплатой дивидендов для стран с надежной защитой инвесторов [7]. Также показано, что более высокие дивидендные выплаты характерны для прибыльных компаний с сильным корпоративным управлением [7] и государственным участием. Для последних часто характерно сгла-

живание дивидендов и более высокие целевые уровни дивидендных выплат относительно частных компаний [8]. Российские компании с государственным участием в разные годы выплачивали от 25 до 50% чистой прибыли в виде дивидендов, что обусловлено решением мажоритарного акционера.

Из многочисленных моделей дивидендной политики компаний выделим получившую распространение и эмпирическое подтверждение гипотезу о связи между личной заинтересованностью менеджеров и правами акционеров [9]. Если правовая система в стране не дает акционерам средств для контроля над фирмой и ее менеджерами, то они не могут быть уверены в том, что они получат надлежащую отдачу от своих инвестиций, поэтому выплаты будут выше в странах, где акционеры лучше защищены. Более того, когда акционеры лучше защищены, они готовы к тому, что компании оставят средства для реинвестирования т.к. они знают, что могут получить свои деньги позже, когда доход от инвестиций будет реализован. Эта отрицательная связь между выплатами и инвестиционными возможностями не обязательно сохраняется в странах с плохой защитой инвесторов, потому что акционеры могут предпочесть, чтобы им заплатили до того, как менеджеры получат возможность потратить средства. Используя ту же структуру, возможно выстроить и другую связь, которая предполагает, что выплаты заменяют защиту акционеров. То есть в странах, где у акционеров мало прав, менеджеры используют политику выплат, чтобы связать себя со своими миноритарными акционерами, и создать репутацию компании, возвращающей средства акционерам.

Также для реалий российской практики дивидендных выплат компаниями представляется важной еще одна гипотеза [10] о том, что выплата дивидендов положительно влияет на стоимость компании в периоды активного привлечения капитала (в том числе долгового). Менеджеры компаний, которым необходимо постоянно привлекать капитал через выпуски новых ценных бумаг или банковские кредиты фактически находятся под контролем финансовых посредников (инвестиционные банки, андеррайтеры,

аудиторы), действующих в качестве наблюдателя за коллективными интересами акционеров. Этим отчасти снимаются некоторые издержки мониторинга и проблема избежания риска, что положительно сказывается на стоимости компании.

Материалы и методы исследования

В рамках анализа корпоративной практики дивидендных выплат на российском рынке рассматривались 22 компании (15 частных и 7 корпораций с государственным участием – КГУ) из 8 секторов экономики за период 2012–2022 гг. (табл. 1). Необходимым условием включения в анализируемую выборку были факторы выплаты дивидендов в течение последних десяти лет, обращаемость акций на рынке.

Анализируемыми параметрами являлись:

- размер дивидендных выплат (div),
- дивидендная доходность (rdiv),
- коэффициент дивидендных выплат (kdiv),
- частота выплаты дивидендов (perdiv),
- капитализация компаний (EV) рассчитанная как сумма рыночной капитализации и долгосрочных, краткосрочных обязательств за вычетом денежных средств и их эквивалентов,
- наличие государственного участия в капитале,
- отраслевая принадлежность.

Наличие существенной дифференциации в реализуемой дивидендной политике российских компаний по всем параметрам – от размера выплачиваемых дивидендов, до их частоты – может быть объяснено отраслевой спецификой/принадлежностью и структурой собственности (частная/КГУ). Для тестирования этой гипотезы на сформированной выборке применялся корреляционно-регрессионный анализ. На первом этапе для всего массива оценивались связи между суммой выплаченных дивидендов и капитализацией компанией (EV). В качестве дополнительного теста, для компаний с высоким уровнем корреляции на следующем этапе оценивалась связь показателей коэффициента дивидендных выплат и капитализации, а также степени активности на рынке капитала.

Таблица 1

Характеристики анализируемых компаний в отраслевом разрезе, 2012–2022 гг.

Отрасль	rdiv/%	div, млрд. руб.	perdiv	Количество компаний	Доля КГУ, %
Нефтегазовая	4,85	183,939	39/40	4	50%
Металлургическая	7,87	72	30/40	4	0%
Торговая	3,15	2,47	13/20	2	0%
Телекоммуникационная	6,37	27,52	35/40	4	25%
Электроэнергетическая	3,076	9,64	14/20	2	100%
Банковская	2,9	70	24/30	3	75%
Строительная	1,28	4,14	6/20	2	0%
Сельскохозяйственная	5	6,77	8/10	1	0%

Таблица 2

Отраслевая регрессионная статистика

Отрасль	Коэффициент корреляции (r)	Коэффициент детерминации (R2)
Нефтегазовая	0,581 (0,415)	0,467 (0,365)
Металлургическая	0,664 (0,383)	0,557 (0,379)
Торговая	0,385 (0,487)	0,27 (0,38)
Телекоммуникационная	0,225 (0,467)	0,218 (0,178)
Энергетическая	0,725 (0,134)	0,53 (0,197)
Финансовая	0,286 (0,485)	0,145 (0,146)
Строительная	0,69 (0,127)	0,77 (0,212)
С/Х	0,87	0,76

Примечание: в скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов

Результаты исследования и их обсуждение

Корреляционно-регрессионный анализ связи между размером дивидендных выплат и стоимостью корпораций в разрезе отраслей представлены в таблице 2.

Наибольшая корреляция и значимая регрессионная модель была обнаружена для компаний сельскохозяйственной отрасли, относительно высокий показатель наблюдается в энергетической, металлургической и строительной отраслях, что позволяет не отрицать сильную прямую зависимость между размерами дивидендных выплат и стоимостью компаний. Для компаний финансовой и телекоммуникационной отраслей отмечено минимальное среднее значение показателя корреляции среди отобранных компаний – статистическая взаимосвязь дивидендных выплат и стоимости компаний в данных отраслях не значима. Регрессионная модель, отражающая основные свойства изучаемых данных для компаний строительного, энергетического, металлургического секторов, представляется наиболее реальной в экономической ситуации, так как коэффициент детерминации в этих моделях указал на тесную связь ($>0,70$) между размером дивидендных выплат и стоимостью компаний.

лекоммуникационной отраслей отмечено минимальное среднее значение показателя корреляции среди отобранных компаний – статистическая взаимосвязь дивидендных выплат и стоимости компаний в данных отраслях не значима. Регрессионная модель, отражающая основные свойства изучаемых данных для компаний строительного, энергетического, металлургического секторов, представляется наиболее реальной в экономической ситуации, так как коэффициент детерминации в этих моделях указал на тесную связь ($>0,70$) между размером дивидендных выплат и стоимостью компаний.

Таблица 3

Регрессионная статистика

ОПФ	Сектор	Коэффициент корреляции (r)
КГУ	Нефтегазовый	0,13
	Энергетический	0,44
	Финансовый	0,31
Частные	Нефтегазовый	0,57
	Металлургический	0,27
	Торговый	0,8
	Телекоммуникационный	0,17
	Строительный	-0,02
	Сельскохозяйственный	-0,16

Между дивидендными выплатами и стоимостью компании в большинстве случаев (68%) есть связь: при увеличении размера дивидендных выплат наблюдается рост стоимости компании.

Сильная зависимость и высокий коэффициент корреляции получены/выявлены для 14 компаний, из них 9 частных компаний и 5 КГУ. Для этих компаний была проведена дополнительная оценка связи между коэффициентом дивидендных выплат и рыночной капитализацией компании в разрезе фактора госучастия при сохранении отраслевой дифференциации (табл. 3).

Для частных компаний в 33% наблюдений коэффициент дивидендных выплат и показатель капитализации положительно коррелированы. Инвесторы положительно реагируют на увеличение части чистой прибыли акционерного общества, распределяемой на дивиденды. В 35% случаев увеличение или уменьшение параметра рыночной капитализации и доли дивидендов в чистой прибыли не обнаруживают тенденции к совместному изменению, сила статистической связи слабая.

Для КГУ, вынужденных следовать директивам государства в части распределения прибыли, высоких корреляционных связей обнаружено не было. Размер дивидендных выплат зависит от текущей чистой прибыли и влияет на стоимость компаний, но их доля в прибыли плохо коррелирует с рыночной капитализацией, отражающей настроение рынка.

При отсутствии прямого регулирования распределения прибыли, осуществляемого государством, размер дивидендных выплат, в большей степени зависит от финансовых показателей компаний и их операционного и денежного потока. Позитивное отношение инвесторов, выраженное увеличением рыночной капитализации, к компаниям зависит не только от размера, но и стабильности дивидендных выплат. Подтверждается выявленная тенденция [2, С.74] к сглаживанию дивидендов частными компаниями, которая проявляется в снижении волатильности коэффициентов дивидендных выплат относительно чистой прибыли компаний. Коэффициент вариации для частных компаний также имел тенденцию к снижению в анализируемый период.

Можно говорить о наличии отраслевой дифференциации – так, для компаний нефтяной отрасли характерна высокая взаимосвязь размера дивидендных выплат и стоимости компании, для половины компаний также обнаружена связь доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды и рыночной капитализации. В металлургической отрасли высокие показатели корреляции между стоимостью компаний и размером дивидендов, но на рыночную капитализацию в минимальной степени влияет доля дивидендов от чистой прибыли. Для ритейла подтверждена связь между показателем EV и размером выплаченных дивидендов, и положительное влияние на ры-

ночную капитализацию коэффициента дивидендных выплат. Среди компаний телекоммуникационного сектора только в одном случае встречается высокий коэффициент корреляции, но коэффициент дивидендных выплат и рыночная капитализация тесной связью не характеризуются. Несмотря на связь размера выплаченных дивидендов и стоимости компаний энергетической отрасли, показатель корреляции между коэффициентом дивидендных выплат и рыночной капитализации меньше 0,5. В выборке по этой отрасли участвуют только КГУ, поэтому значима специфика требований государственных органов о показателе выплат дивидендов относительно чистой прибыли, а не рыночные условия (в период 2006-2014 гг. размер дивидендов для КГУ был установлен в размере 25% чистой прибыли по РСБУ, с 2014 г. базой расчета стала прибыль по МСФО, а размер дивидендов с 2016 г. составляет 50% чистой прибыли). Для финансового сектора не характерна высокая степень взаимосвязи дивидендных выплат и стоимости компаний. Среди девелоперов и компаний сельскохозяйственного сектора наблюдается связь переменных, но на рыночную капитализацию доля направляемых дивидендов из чистой прибыли не влияет.

Таким образом, сравнивая компании по отраслевому признаку можно резюмировать, что для большинства компаний нефтегазового, металлургического и энергетического секторов подтверждена положительная связь между коэффициентом дивидендных выплат и капитализацией компании, при этом только в нефтяной и торговой отрасли такая связь значима для частных компаний, в остальных случаях изменение рыночной стоимости связано с другими детерминантами.

При этом все компании выборки в анализируемый период активно привлекали долговой капитал (путем выпуска облигаций – 67% компаний и все – в виде банковских займов), что на фоне выплачиваемых дивидендов должно способствовать росту стоимости компаний. Это оказалось верно для всех случаев, когда вообще наблюдался рост стоимости компании, что в принципе согласуется с гипотезой [10] о положи-

тельной роли «независимых наблюдателей» за интересами акционеров вне зависимости от структуры собственности и с идеей о дисциплинирующей роли долга. Также надо отметить, что обращающиеся долговые инструменты и вновь выпущенные для КГУ в целом имели тенденцию к снижению доходности к погашению на фоне выплачиваемых дивидендов, что также свидетельствует о позитивной реакции инвесторов в отношении совершаемых корпоративных действий и, в конечном итоге, приводит к уменьшению стоимости капитала компаний и увеличению их рыночной стоимости.

В целом, можно отметить, что для крупных компаний – плательщиков дивидендов на российском рынке наблюдается отчетливо выраженная тенденция к сглаживанию (smoothing) дивидендных выплат, они имеют относительно высокие коэффициенты дивидендных выплат и держат их на стабильном уровне. При этом в российской практике нельзя статистически значимо подтвердить установленный для европейских компаний/рынков факт [8], что КГУ имеют большую склонность к сглаживанию дивидендных выплат по сравнению с частными компаниями. Выявленные тенденции согласуются с гипотезой сглаживания дивидендных выплат, что в условиях низкой информационной эффективности российского фондового рынка выводит на первый план агентские модели структуры капитала и дивидендных выплат.

Одним из побочных наблюдений в ходе исследования стал выявленный факт, что дивиденды могут оказывать негативное влияние на капиталовложения и в меньшей степени на НИОКР; это, вообще говоря, противоречит предположению о совершенном рынке капитала. На развитых финансовых рынках дивиденды не рассматриваются просто как остаток средств для распределения среди акционеров, а скорее учитываются как переменная решения, которая существенно влияет на другие инвестиционные решения в свете сбоев на рынке капитала. Это справедливо для компаний, которые тратят ресурсы на НИОКР и, таким образом, ожидают, что у них будут хорошие возможности для роста. Компании, у которых нет хороших перспек-

тив роста (т. е. те, которые не инвестируют в НИОКР), сглаживают дивиденды и имеют более высокие целевые коэффициенты выплат независимо от того, кто контролирует компанию.

Выводы

Общие результаты исследования показали, что в 68% наблюдений рост стоимости компании и размер выплаченных дивидендов – взаимосвязанные переменные. Отраслевая принадлежность компаний также имеет значение: так, наибольшее количество наблюдений с высокой корреляцией наблюдается в нефтяной, металлургической и энергетической отраслях.

Увеличение размера дивидендных выплат положительно сказывается на стоимости компании (рыночной капитализации). Дивидендная политика крупнейших российских компаний с государственным участием в 71% случаев свидетельствует о релевантности дивидендов, при этом наблюдается отсутствие

связи между коэффициентом дивидендных выплат (величиной чистой прибыли, направленной на дивиденды) и капитализацией. При этом надо отметить, что для КГУ характерны более высокие целевые уровни выплат дивидендов относительно частных компаний и они в целом более стабильны. Выдвинутую гипотезу о существенном (наблюдаемом) вкладе отраслевой принадлежности и структуры собственности (частная/КГУ) в реализуемую дивидендную политику можно считать значимой для анализируемых компаний.

Высокая дивидендная доходность акций российских компаний в числе прочего обусловлена относительно высокими и стабильными коэффициентами дивидендных выплат, которые в равной степени поддерживают и КГУ, и частные компании.

Для дальнейшего анализа дивидендной политики российских компаний – плательщиков дивидендов может оказаться полезным корпус агентских моделей дивидендных выплат.

Библиографический список

1. Black F. The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*. 1976. № 2 (2). P. 5-8.
2. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Этнов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Часть 1 // *Вопросы экономики*. 2020. №1. С. 66-92.
3. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Этнов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Часть 2 // *Вопросы экономики*. 2020. № 2. С. 59-85.
4. Gukovskaya A.A., Mikhaylusov M.S. Modeling determinants of the dividend policy of Russian companies. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 2018. Vol. 71. P. 222-225.
5. Николашина Н.Н. Эмпирический анализ зависимости дивидендной политики от стадии жизненного цикла компании // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015. № 23. С. 51-61.
6. Denis D., Osobov D. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of financial economics*. 2008. Vol. 89. P. 62-82.
7. Mitton T. Corporate governance, and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*. 20045. Vol. P. 409-426.
8. Gugler K. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*. 2003. Vol. 27. № 7. P. 1297-1321.
9. LaPorta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R.W. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. P. 1-33.
10. Easterbrook F.H. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*. 1984. Vol. 74. № 4. P. 650-659.