

## Анализ взаимосвязи корпоративного управления и дивидендной политики фирмы

Научный руководитель – Макаров Алексей Станиславович

*Мальшева А.С.<sup>1</sup>, Шманатова А.В.<sup>2</sup>*

1 - Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» - Нижний Новгород, Факультет экономики, Кафедра финансового менеджмента, Нижний Новгород, Россия, *E-mail: asmalysheva\_1@edu.hse.ru*; 2 - Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» - Нижний Новгород, Факультет экономики, Кафедра финансового менеджмента, Нижний Новгород, Россия, *E-mail: shmanatova21@gmail.com*

Дивидендная политика компании определяется большим числом факторов. Традиционные теории, такие как теория жизненного цикла, теория компромисса, теория налоговых предпочтений находят большое число подтверждений в эмпирической литературе. На сегодня, к финансовым показателям добавляют факторы корпоративного управления. В связи с этим актуальным является вопрос неоднозначного влияния на дивидендную политику факторов корпоративного управления.

К проблеме взаимосвязи дивидендов и корпоративного управления следует отнести: теорию результата (outcome model), объясняющую положительную взаимосвязь метода выплат дивидендов и корпоративного управления, и теорию субститутов (substitute model), формирующей основания для подтверждения отрицательной связи рассматриваемых переменных. Последователи теории результата [1], [4] утверждают, что дивидендные выплаты необходимы для уменьшения агентского конфликта между инсайдерами и инвесторами. Полученные результаты интерпретируются так: если организации не выплачивают нераспределенную прибыль в качестве дивидендов, то у менеджеров появляется стимул ее нерационально расходовать, финансируя выгодные для них проекты.

Напротив, исследователи теории субститутов [2], [3] демонстрируют использование организациями дивидендной политики в качестве замены слабого корпоративного управления, создающего проблемы инсайдерам и внешним инвесторам. Результаты объясняются существованием низкого уровня внутреннего и внешнего регулирования, следовательно, фирмы больше склонны к выплате дивидендов акционерам. Рассмотренные эмпирические исследования в основном выполнены для компаний развитых рынков [2], [3], [4]. На наш взгляд, страновая специфика может быть важным фактором, определяющим работоспособность любой теории. Поэтому цель данного исследования - изучить влияние факторов корпоративного управления на дивидендные выплаты компаний стран БРИКС.

В качестве детерминант дивидендов в нашем исследовании выступают следующие переменные:

- ROA - рентабельность активов компании показывает, насколько прибыльна компания по отношению к совокупным активам;
- Рыночная капитализация - общая рыночная стоимость обыкновенных акций компании, рассчитываемая путем умножения акций компании на текущую рыночную цену акции;
- Коэффициент бета - показатель, рассчитанный согласно модели CAPM;
- Размер фирмы - балансовая стоимость совокупных активов компании;
- Годовой рост активов - разница между активами компании на конец и начало года;
- Долг компании - показатель, равный отношению заложенности компании к ее капитализации;

· Доля основных средств в активах - соотношение текущей стоимости основных средств и суммы активов компании.

Поскольку целью исследования является анализ роли корпоративного управления в дивидендной политике, мы рассмотрели набор показателей, которые могут ее определять и доступны по компаниям развивающегося рынка.

Во-первых, мы рассмотрели отдельные характеристики совета директоров компании, такие как структура, состав совета директоров, доля независимых директоров. Далее мы проанализировали несколько характеристик структуры собственности, которые могут определять качество корпоративного управления, такие как доля государства в капитале, доля институциональных инвесторов. По ряду компаний доступен агрегированный показатель ISS, который сформирован на основе большого числа отдельных показателей качества корпоративного управления, и является наиболее комплексной его характеристикой.

Для достижения цели проведен регрессионный анализ с помощью панельных Тобит-моделей. Данный выбор анализа связан со спецификой выборки и количеством наблюдений. Выбор Тобит-модели обусловлен значениями, которые может принимать зависимая переменная, 0 - если компания не платит дивиденды, 1 - если платит.

Данные для регрессионного анализа взяты с платформы Bloomberg. В анализе представлены данные по компаниям стран БРИКС за 2013-2017 гг. в одной валюте - доллар США.

В соответствии с целью выдвинуты гипотезы:

Основные:

- Отдельные характеристики Совета директоров положительно и статистически значимо влияют на коэффициент выплаты дивидендов;
- Доля государственного участия положительно и статистически значимо влияет на коэффициент выплаты дивидендов;
- Доля институциональных инвесторов положительно и статистически значимо влияет на коэффициент дивидендных выплат;
- ISS положительно и статистически значимо влияет на коэффициент дивидендных выплат.

Вспомогательные:

- ROA положительно и статистически значимо влияет на коэффициент выплаты дивидендов;
- Рыночная капитализация положительно и статистически значимо влияет на коэффициент выплат дивидендов.

Выявлено, что для развивающихся стран теория результата лучше описывает дивидендную политику, чем теория замещения, т.к. использование дивидендных выплат как инструмента корпоративного управления требует развитых финансовых институтов и высокого уровня конкуренции на фондовом рынке. На развивающихся рынках только крупные компании с хорошим корпоративным управлением готовы платить дивиденды. В среднем уровень выплат в странах БРИКС ниже, чем в развитых странах, что также является косвенным подтверждением теории результата.

Что касается гипотезы о положительном влиянии доли государственного участия на коэффициент дивидендных выплат, то мы отклоняем ее, требуются дополнительные исследования для выявления значимого ее влияния на коэффициент выплат. Мы подтверждаем гипотезу о положительном влиянии доли институциональных инвесторов на коэффициент выплаты дивидендов. Результаты по ROA и капитализации не противоречат стандартным теориям дивидендной политики, что говорит о робастности результатов.

Тезисы подготовлены в результате проведения исследования (№19-04-039 «Эмпириче-

ский анализ нефинансовых детерминант финансовой политики корпорации») в рамках Программы «Научный фонд Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ)» в 2019-2020 гг. и в рамках государственной поддержки ведущих университетов Российской Федерации «5-100».

**Литература**

1. Adjaoud, F., Ben-Amar, W. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?//Journal of business finance & accounting. 2010. №5-6. p.648-667.
2. Jiraporn, P., Ning, Y. Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance//Journal of Applied Finance. 2006. p.24-36.
3. John, K., Knyazeva, A. Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. 2006.
4. La Porta, R. Agency problems and dividend policies around the world//The journal of finance. 2000. №.1. p.1-33.