

## **Л.С. Ружанская (Уральский Государственный Университет им.Горького) Дивидендная политика и интересы крупных инвесторов российских компаний**

Политика распределения доходов АО является важным индикатором реальных мотивов экономического поведения этих компаний. Несовершенство институтов в российской экономике порождает ложные стимулы, негативные экстерналии и несовершенство рыночной информации. В отсутствии реальных механизмов мотивации на долгосрочное развитие бизнеса структура капитала компании перегружена кредитами на фоне достаточных собственных средств. Сохраняется интерес, и существуют законодательные возможности для перевода корпоративных доходов в личную собственность. Могут ли обнаруженные в последние годы улучшения в практике корпоративного управления российскими компаниям (разделение владения и контроля в рядовых предприятиях холдингов, рост информационной открытости, привлечение наемных менеджеров) свидетельствовать о снижении роли крупного инвестора и повышении внутренней эффективности модели российской корпорации? Каковы детерминанты дивидендной политики и снимает ли она агентский конфликт? Эмпирических работ по дивидендной политике российских компаний мало во многом по причине незначительной практики регулярных выплат. Так, исследование 822 АО, проведенное ГУ ВШЭ в 2006г., обнаружило, что выплата дивидендов хотя бы один раз происходила в 37% компаний выборки, а четверть платили их регулярно — три раза [Российская корпорация..., 2007]. По данным НСКУ, в 2006 году до 90% акционерных обществ воздерживались от регулярной выплаты дивидендов [Корпоративное управление – гармонизация стандартов..., 2006]. Нами, по данным, собранным ранее в ходе опросов 100 акционерных компаний уральского региона (2002, 2006гг.), было обнаружено, что доля уральских предприятий, попавших в выборку и регулярно выплачивающих дивиденды как минимум за 3 года, предшествовавших опросу, составила 25,5% [Ружанская, 2008]. Представленное исследование использует выборку из 93 уральских ОАО промышленности, торговли, связи и транспорта за 2004-2007гг. Для тестирования воздействия различных факторов на факт и частоту дивидендных выплат использовались логит и пробит-регрессии и описательная статистика, в т.ч. с использованием теста  $\chi^2$ . Наблюдается статистически устойчивая зависимость между фактом представленности ценных бумаг компании на фондовом рынке и регулярностью выплаты дивидендов в денежной форме, а также раскрытием информации о размере рекомендуемых советом директоров дивидендов. Несмотря на это сигнальный мотив вряд ли можно считать основным в принятии решений о выплате дивидендов. Было обнаружено, что за анализируемый период (2004-2007гг.) не произошло серьезного увеличения числа компаний, выплачивающих дивиденды, в то время как в наших более ранних исследованиях, охватывавших более ранние периоды (1999-2005гг.) такой рост наблюдался параллельно с ростом экономики и фондовой активности компаний. Теперь дивиденды сконцентрированы в крупных, высоко рентабельных компаниях, располагающих крупными FCF. Вывод о концентрации дивидендов, полученные Фама Е., Френч К.Р. [2000] и ДеАнжело Г., ДеАнжело Л., Скиннер К. [2004] по странам с развитой экономикой, стали сильным аргументом против сигнального и клиентского мотивов в пользу агентской теории. В отличие от других исследований [Kowalewski, Stetsyuk, Talavera, 2007] не обнаружено устойчивой обратной связи долгового финансирования и дивидендных выплат. Причиной может служить

оппортунизм со стороны менеджмента и мажоритариев крупных компаний в отношении миноритариев и общества. При отягощенности долговыми обязательствами компании выплачивали крупные дивиденды и продолжали долговое финансирование инвестиций. Выплата дивидендов не зависит от факта концентрированной собственности, за исключением случаев доминирования государства, когда положительное решение о выплате однозначно при наличии прибыли. Но выплата зависит от мотивов и потребностей в ликвидности мажоритариев, а также наличия механизмов вывода денежных средств из подконтрольных предприятий (низкая склонность выплат рядовых участников холдинга и более высокая склонность к выплатам управляющих компаний). Как и в странах с развитой экономикой основными факторами выплаты дивидендов стали: размер компании, измеренный активами, и величина чистой прибыли. Мотив сглаживания выплат с целью увеличения стоимости компаний [Brav et al., 2005] в компаниях нашей выборки неустойчив и зависит от общего состояния экономики и понимания мажоритариями отсутствия возможностей роста бизнеса. Превалирующим мотивом для России, как страны с трансформационной экономикой является стремление к снижению возможных агентских издержек путём распределения свободных денежных средств. Значимость фактора принадлежности компании к холдингу свидетельствует о перераспределении финансовых ресурсов внутри группы. За анализируемый период расширилась практика обратного выкупа акций как альтернативной формы акционерного дохода, необлагаемого налогом. При крупных FCF обратный выкуп ориентирован на извлечение возможной выгоды основными акционерами. Кроме того, buy-back поддерживал агрессивную стратегию роста за счет слияний-поглощений в противовес стратегии развития существующий компаний. Подобный мотивы мажоритариев подчеркивает базовую проблему кризиса корпоративного управления: собственники и менеджеры ориентируется на краткосрочные результаты и диверсификацию портфелей при неопределенности прав собственности.