

Национальный исследовательский университет

Высшая школа экономики

Факультет экономики

Магистерская программа

"Стратегическое управление финансами фирмы"

Кафедра экономики и финансов фирмы

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

***«Мотивы дивидендной политики на развивающихся рынках
капитала»***

Выполнил

Студент группы № 71-СУФФ2

Кравчук Д.В.

Научный руководитель

Старший преподаватель,

Пирогов Н.К.

Доцент, к.э.н.

Черкасова В.А.

Москва 2013

Оглавление

Введение	3
Глава 1. Академические исследования дивидендной политики.....	6
1.1. Основные теории дивидендной политики	6
1.2. Исследования, основанные на опросах руководителей компаний.....	12
1.3. Особенности дивидендной политики на развивающихся рынках капитала	19
Глава 2. Методология эмпирического анализа мотивов дивидендной политики на развивающихся рынках капитала	23
2.1. Модель исследования	23
2.2. Выборка.....	30
2.3. Методы оценки.....	33
Глава 3. Эмпирический анализ моделей дивидендной политики	36
3.1. Эмпирические оценки модели Линтнера	36
3.2. Модифицированная модель Линтнера.....	38
3.3. Совмещение результатов двух рассматриваемых моделей	44
Заключение	46
Список литературы	Ошибка! Закладка не определена.
Приложение 1. Описательные статистики выборок стран	53
Приложение 2. Оценка модифицированной модели Линтнера	56
Таблица 1 Основные характеристики исследований дивидендной политики, основанных на опросах ..	14
Таблица 2 Описательная статистика общей выборки.....	32
Таблица 3 Оценки коэффициентов в модели Линтнера	36
Таблица 4 Описательная статистика выборок с разбивкой по странам.....	53
Таблица 5 Оценка модели прогноза прибыли	56
Таблица 6 Оценка изначальной модели прогноза инвестиций.....	56
Таблица 7 Оценка скорректированной модели прогноза инвестиций	57
Таблица 8 Оценка модифицированной модели Линтнера	58
Таблица 9 Оценка скорректированной модифицированной модели Линтнера	59

Введение

Изучение политики выплат компаний и дивидендной политики в частности было начато в 1930 годах, однако до сих пор исследователи корпоративных финансов не могут дать однозначного бесспорного ответа, почему компании платят дивиденды. Существуют различные мнения в области дивидендной политики: часть ученых считает, что компании должны платить дивиденды, другие полагают, что компании не должны вообще платить дивиденды, третьи считают, что дивидендная политика не влияет ни на что. Brealey и Meyers (Brealey, et al., 2003) считают, что нахождение ответа о мотивах компании в области дивидендной политики является одним из 10 вызовов, стоящих перед учеными, занимающимися корпоративными финансами.

Подтверждением академической актуальности к проблематике дивидендной политики является большое количество статей, в которых авторы пытаются найти разгадку вопросов политики выплат компании. Так по ключевому слову «dividend» в крупнейшей базе научных статей SCOPUS находится 1311 статей.

Вопросы дивидендной политики актуальны и в бизнес среде. Так аналитики инвестиционного банка «Citi» полагают, что низкие дивидендные выплаты являются причиной недооцененности российских акций по сравнению с аналогами (Товкайло, и др., 2013). Руководитель группы корпоративных кредитных рейтингов Moody's Виктория Майсурадзе указывает, что «Дивидендная политика – один из основных факторов при расчете кредитного рейтинга компании» (Товкайло, и др., 2013). Руководитель аналитического управления УК «Уралсиб» Александр Головцов также считает, что дивидендная политика важна: «Наученные горьким опытом кризиса инвесторы все больше обращают внимания на реальный денежный поток, которым эмитенты могут делиться с акционерами. Поэтому портфель акций с

высокой дивидендной доходностью (более 6%) за последние два года обогнал индекс РТС на 26%» (Коваль, 2012).

Такое внимательное отношение инвесторов и финансовых институтов к дивидендной политике можно объяснить тем, что дивиденды являются единственным источником, через который акционеры постоянно получают денежные средства напрямую от компании (так как обратный выкуп акций чаще всего является разовым событием). На развивающихся рынках дивидендные выплаты еще более ценнее, так как ликвидность акций ниже, чем на развитых рынках, и дивиденды становятся важным источником получения доходов от инвестиций.

Стоит также отметить, что выплаты дивидендов год от года растут. Так совокупные дивидендные выплаты всех публичных компаний 8 развивающихся стран (Индии, Китай, Россия, ЮАР, Бразилия, Польша, Турция, Украины) в 2001 году составляли 11,58 млрд. долларов, то в 2010 году 108,74 млрд. долларов. В среднем дивидендные выплаты в 2000-2010 годах росли на 28% в год, таким образом, с уверенностью можно говорить о том, что феномен дивидендной политики существует, однако общепринятых научных обоснований мотивов дивидендной политики до сих пор не разработано.

Данная работа ставит своей целью выявить мотивы дивидендной политики на развивающихся рынках капитала. Задачами работы являются:

- 1) Анализ и обобщение предшествующих исследований мотивов дивидендной политики
- 2) Разработка модели дивидендной политики
- 3) Создание базы данных, пригодной для эконометрической оценки разработанных моделей
- 4) Эмпирический анализ мотивов дивидендной политики на развивающихся рынках капитала



Работа разделена на 3 части. В I части будет приведен обзор предшествующих исследований дивидендной политики. Во II части будут представлены модели для анализа мотивов дивидендной политики на развивающихся рынках капитала, а также описана методология исследования. В III части будут сделаны выводы эмпирического анализа моделей дивидендной политики развивающихся рынков капитала.



Глава 1. Академические исследования дивидендной политики

Активное академическое изучение дивидендной политики проводится с 1950 годов. Несмотря на длительный срок изучения, в академическом сообществе не выделяется какой-либо доминирующей теории, объясняющей мотивы дивидендной политики: на каждую теорию есть как доказательства, так и опровержения (Frankfurter, и др., 2002). В данной главе будут представлен обзор академических исследований в области дивидендной политики. Глава структурирована следующим образом: вначале представлены основные теории, объясняющие мотивы дивидендной политики, затем следует часть об исследованиях в области дивидендной политики, основанных на опросах руководящего состава компаний. В заключение выделены различия в области дивидендной политики на развитых и развивающихся странах.

1.1. Основные теории дивидендной политики

1.1.1. Теория «Синицы в руках»

В 1934 году Грекхем и его коллеги высказали идею, что существует единственная причина существования компаний – платить акционерам дивиденды (Graham, и др., 1934). Таким образом, с помощью дивидендов компании воплощают свою цель существования: выплата доходов акционерам. Помимо дивидендов, акционеры могут получать денежные выгоды от продажи акций (капитала) компании, но размер данных выплат в свою очередь зависит от ожиданий новых собственников относительно будущих дивидендов, которые сгенерирует компания.

Модильяни и Миллер (Miller, и др., 1961) утверждали, что дивидендная политика компаний не влияет на стоимость компании, так как сами по себе выплаты дивидендов не влияют на стоимость компании: невыплаченные дивиденды направляются в инвестиционные проекты, которые в будущем

принесут больше денежных средств, а, соответственно, и больше возможностей для выплаты дивидендов. Таким образом, по мнению Модильяни и Миллера компании не должны уделять внимания дивидендной политике. Стоит отметить важную предпосылку авторов: инвесторы могут с большой точностью предсказывать будущие потоки и работают на совершенных рынках капитала, что не выполняется в действительности.

В реальном мире существует неопределённость, а, значит, для акционеров важен момент получения дивидендов (Walter, 1963). Таким образом, у акционеров появляется мотив в получение дивидендов: акционеры предпочитают «синицу в руках» (получение денежных средств в виде дивидендов сегодня), чем «журавль в небе» (рискованные перспективы будущих дивидендов) (Gordon, 1963). В итоге неопределенность будущих доходов, денежных потоков компании стимулирует акционеров принимать решения, заставляющие компанию платить дивиденды.

Критики (Easterbrook, 1984) данной концепции указывают на тот факт, что акционеры не боятся риска, т.к. зачастую используют дивиденды для покупки акций, тем самым оставляя деньги в компаниях, принимая для себя риски новых инвестиций акционерных обществ. Однако стоит отметить, что, платя дивиденды, компании располагают меньшими денежными возможностями и должны более качественно отбирать проекты и доказывать их эффективность при привлечении нового капитала.

1.1.2. Сигнальная теория

Сторонники данной теории считают, что компании платят дивиденды с целью подачи сигнала рынку. Инсайдеры, в частности менеджеры и совет директоров, обладают большей информацией относительно перспектив новых инвестиционных проектов компании по сравнению с существующими акционерами, то есть существует информационная асимметрия между

инсайдерами и имеющимися акционерами (Bhattacharya, 1979). Если у компании достаточно внутренних источников для финансирования инвестиционной программы, то она выплачивает дивиденды, сигнализируя, что имеет возможность сейчас и в будущем финансировать и свою инвестиционную программу и платить дивиденды.

Если же у компании недостаточно внутренних источников, то инсайдеры принимают решения о выплате дивидендов, тем самым также давая сигнал рынку о положительных будущих перспективах. Новые инвесторы, понимая, что если бы не было хороших перспектив компании, то существующие акционеры предпочли бы не получать дивиденды, а выпустить сразу акции и размыть свои доли сильнее, однако компания платит дивиденды, тем самым сигнализируя рынку о хорошем будущем компании, соответственно цена акций поднимается, и существующие акционеры размывают свою долю меньше, при этом компания финансирует инвестиционную программу. Таким образом, даже при наличии налогов на дивиденды, компании имеют сильный мотив платить дивиденды – доли существующих акционеров меньше размываются (John, и др., 1985). При чем мотив платить дивиденды сильнее у компании, в которых информационная асимметрия между акционерами и менеджментом выражена сильнее.

К тому же, компании с плохим будущим не могут себе позволить выплату дивидендов для подачи сигнала, так как в конечном итоге неверный сигнал и недостаток денежных средств для финансирования инвестиционной политики обнаружится на рынке, и возникнут большие транзакционные издержки по привлечению нового капитала в виде акций или долга (Jensen, 1986). Таким образом, компании платят дивиденды с целью подачи сигнала рынку о хорошем будущем компании (Liu, и др., 2007).

Противники (Easterbrook, 1984) сигнальной концепции указывают на тот факт, что существуют много способов более дешевых сигналов: аудиторы,

отчетность. Однако выплата дивидендов подтверждает слова действиями: компании, платя дивиденды, доказывают рынку, что они способны финансировать новые проекты.

1.1.3. Агентская теория

Сторонники (Easterbrook, 1984), (Morck, и др., 2005) и др.) агентской теории ставят под сомнения предпосылку о том, что менеджеры действуют в интересах акционеров. Менеджеры больше всего заинтересованы в увеличении своего благосостояния, которое для них более понятно, чем благосостояние акционеров. Так они могут увеличивать свои бонусы и нематериальные вознаграждения (Morck, 2005), пытаться увеличивать бизнес-империи и размеры компании (Jensen, 1986), при этом возможны инвестиции в неэффективные проекты, которые только увеличивают размеры компании. Таким образом, между собственниками и менеджерами существует агентский конфликт. У собственников появляется мотив привести интересы менеджмента в соответствие с интересами акционеров с помощью различных проверок и согласований, что влечет за собой издержки мониторинга.

Существует и другой способ – выплата дивидендов. Так менеджеры компаний, имеющих положительный свободный денежный поток (FCF), помимо выплат больших бонусов и строения больших империй, могут принимать лишь проекты с малым риском. В отличие от инвесторов, беспокоящихся лишь о недиверсифицируемом риске компании, менеджеры принимают все риски компании, т.к. на их репутацию и работу влияет положение дел только в их компании. В итоге возможны ситуации, когда менеджеры привлекая долг по ставкам, учитывающими корпоративные риски компании, будут инвестироваться в безрисковые активы, тем самым увеличивая благосостояние кредиторов и снижая благосостояние акционеров (капитализацию компании).

Выплата дивидендов сокращает возможность выплат завышенных бонусов и построения неэффективных бизнес-империй, и стимулирует менеджеров принимать рискованные проекты, т.к. при выходе на рынок за капиталом новые акционеры будут давать скидку за неэффективные бизнес-процессы и плохие активы. Вдобавок, менеджеры компаний, имеющих строгую дивидендную политику, вынуждены генерировать денежные средства для выплаты дивидендов (Goshen, 1995).

В итоге, акционеры имеют стимул голосовать за выплату дивидендов, т.к. дивидендная политика может сократить агентский конфликт между акционерами и кредиторами, держа последних в напряжении и стимулируя их находить эффективные проекты, которые будут удовлетворять интересам акционеров.

1.1.4. Клиентская теория

Вопросы о выплате дивидендов решаются на общих собраниях акционеров. Таким образом, потребности акционеров возможно влияют на дивидендную политику. На американском рынке исследователи (Pérez-González, 2003) обнаружили, что изменения в налоговой ставке на дивиденды или прирост капитала имеют значимый эффект на дивидендную политику компании.

При рассмотрении клиентской теории важно учитывать налоговое окружение инвестора. Так в большинстве развитых стран (США, Германия, Япония) для частных инвесторов налоги на прирост капитала меньше чем налоги на дивиденды, а, следовательно, для инвесторов выгоднее получать доход в виде увеличения курсовой стоимости, нежели в виде дивидендов. Однако, для институциональных инвесторов большая часть дивидендов не облагается налогом (Lakonishok, и др., 1986). Таким образом, с помощью своей дивидендной политики компании могут привлекать к себе инвесторов

определенного типа: например, если компания по каким-то причинам желает иметь среди своих акционеров больше институциональных инвесторов, то она должна увеличить дивидендные выплаты. С другой стороны, институциональные инвесторы, входящие в капитал компании, могут изменить дивидендную политику компании.

В итоге, при рассмотрении дивидендной политики может быть важен тип инвестора, его налоговое окружение и потребности, в особенности потребности контролирующего акционера, которые все вместе могут влиять на дивидендную политику компании.

1.1.5. Поведенческая теория

Большинство теорий в экономике рассматривают экономических агентов как рациональных агентов при определенных предпосылках, упрощающих реальность. Однако на практике экономические агенты действуют, во-первых, не всегда рационально, а, во-вторых, в более сложном мире. Например, люди, накапливающие денежные средства на обучение детей, могут привлекать кредиты на текущие потребности по ставке большей, чем их размещенные сбережения. Рациональный агент использовал бы свои сбережения, однако люди используют кредиты для самоконтроля: так они сохраняют свои и сбережения и будут иметь дополнительный контроль со стороны банка по выплате кредита (Shefrin, и др., 1984). Таким образом, с помощью поведенческих финансов можно объяснить мотивы предпочтения дивидендов.

Вышеописанные теории предполагают, что получение инвесторами дохода через дивиденды или за счет выкупа акции являются субститутами, но на практике они не являются субститутами (Shefrin, и др., 1984): для инвесторов важна форма. Так при выборе из 2 вариантов:

- 600 долларов в виде дивидендов, которые будут потрачены на покупку телевизора за 600 долларов

- Увеличение цены акций на 600 долларов, последующая продажа акций на 600 долларов и покупка телевизора 600 долларов

люди выбирали первый вариант, т.к. во втором случае инвесторы субъективно воспринимали, что их богатство уменьшается. С другой стороны, дивиденды воспринимаются как текущий доход, который можно потратить на текущие нужды. Многие фонды, созданные, например, для финансирования образовательных учреждений, имеют право расходовать только дивиденды – данное правило создано для того, чтобы на большом промежутке времени сохранялись источники финансирования. Также выплата дивидендов дает ощущение сущности, в отличие от абстрактной бумажной прибыли, полученной от выкупа компанией собственных акций.

Таким образом, различные поведенческие привычки инвесторов (самоограничение, восприятие и т.д.) могут изменять поведение инвесторов и быть причиной предпочтения дивидендов.

1.2. Исследования, основанные на опросах руководителей компаний

Помимо разработки теоритических моделей, в которых выдвигаются предположения о мотивах дивидендной политики, существует другой подход выявления причин и факторов, влияющих на дивиденды, - непосредственный опрос лиц, принимающих решения в области дивидендной политики. В данном разделе будут представлены основные выводы, полученные в ходе опросов генеральных директоров (CEO), финансовых директоров (CFO) и членов совета директоров. Преимуществом анализа анкет полученных в ходе опроса является то, что выявляются мотивы, которые действительно существует на практике и которые могут помочь в объяснении дивидендной политики.

Первой академической работой в области дивидендной политики, в которой использовался анализ интервью топ-менеджеров, была работа

Линтнера (Lintner, 1956), впоследствии ставшая одной из базовых работ, прояснявших мотивы дивидендной политики. Ряд ученых (Shlomo, et al., 1997) признали работу Линтнера лучшей в области дивидендной политики.

После анализа 600 публичных компаний были отобраны 28 компаний, с руководством которых Линтнер провел интервью, в результате которого пришел к следующим выводам:

- 1) Дивидендная политика растянута во времени: менеджмент компании учитывает прошлые дивиденды при выплате новых дивидендов;
- 2) Дивидендные выплаты стабильны, несмотря на волатильность чистой прибыли и другие показатели дохода компании;
- 3) Правление компании увеличивает дивиденды только, если уверено, что в будущем как минимум сможет заплатить данный уровень дивидендов;
- 4) Изменение дивидендов в основном зависит от изменения дохода компании.

Особенно стоит отметить, что Линтнер первым указал в своей работе на то, что дивиденды с одной стороны зависят от прошлого (дивидендной истории компании), с другой стороны связаны с будущим.

В дальнейшем много ученых использовало метод опросов менеджмента, принимающих решения в области дивидендной политики. Ниже представлены основные характеристики исследований:

Таблица 1 Основные характеристики исследований дивидендной политики, основанных на опросах

Автор	Год выпуска статьи	Кол-во компаний	ГОД исследования	Страна	Участники
(Baker, et al., 1985)	1985	562	1983	USA	CFO
(Baker, 1999)	1999	603	1997	USA	CFO
(Baker, et al., 2001)	2001	188	1999	США	CFO, CEO
(Brav, et al., 2005)	2005	384	2000	США, Канада	384 анкеты топ-менеджеров и 23 интервью
(Baker, 2006)	2006	309	2000	Сша	Топ-менедмент
(Dhanani, 2005)	2005	164	2000	Великобритания	Топ-менедмент
(Brav, et al., 2008)	2008	328	2003	США	CFO
(Baker, 2006)	2006	121	2004	Норвегия	Топ-менедмент
(Baker, et al., 2007)	2007	291	2005	Canada	Топ-менедмент
(Pourheydari, 2009)	2009	111	2006	Иран	CFO

В большей часть опросных исследований на тему дивидендной политики авторы исследуют выводы Линтнера (Lintner, 1956), т.к. эта работа заложила основу для изучения дивидендной политики (Baker, и др., 1985). Так более 90% канадских менеджеров (Dhanani, 2005), участвовавших в исследовании, согласись с утверждениями Линтнера, а именно:

- компании не должны увеличивать дивиденды, если в будущем придется отменить данное решение;
- компании должны поддерживать дивиденды и не прерывать выплаты;
- компании должны стремиться увеличивать дивиденды.

Подавляющее большинство менеджеров также согласились с вышеперечисленным утверждениями в Норвегии (Baker, 2006) и США (Baker, и др., 1985).

Другой отличительной особенностью дивидендной политики, по мнению менеджеров, является сигнальная функция: инвесторы воспринимают увеличение (снижение) дивидендов как сигнал об увеличении (снижении) будущих доходов компании (Baker, и др., 2007), при чем в компаниях, имеющих высокую информационную асимметрию между инвесторами и менеджментом, сигнальная функция дивидендов возрастает (Dhanani, 2005). Более того менеджеры считают, что компании обязаны сопровождать изменения дивидендов причинами, вызвавшими их (Baker, 1999), т.к. при оценке качества компании инвесторы учитывают ее дивидендную политику (Baker, 2006). Таким образом, дивидендная политика – это один из способов общения с инвесторами, причем очень сильный способ, так как в нем слова подтверждаются делами, конкретными действиями.

В отличие от других политик компаний дивидендная политика зачастую очень консервативна. Так менеджеры, опасаются снижения дивидендов (Dhanani, 2005), и увеличивают дивиденды при условии, что смогут выплачивать как минимум такой же размер дивидендов в будущем (Baker, и др., 1985). С другой стороны наиболее значимые факторы, оказывающие влияние на дивидендную политику являются (Baker, 1999), (Baker, и др., 2007), (Brav, и др., 2005): прошлые дивиденды, стабильность будущих доходов компании, риск компании. Учитывая вышесказанное, дивиденды являются негибкими инструментом, поэтому, по мнению менеджеров, через дивиденды на практике тяжело регулировать структуру капитала (Baker, 1999), но в тоже время дивиденды оказывают влияние на структуру капитала (Dhanani, 2005), уменьшая размер собственного капитала компании. При этом канадские менеджеры согласились с тем, что выплата дивидендов заставляет их активнее

искать внутренние источники финансирования, тем самым снижая остроту агентской проблемы (Dhanani, 2005).

Консерватизм в отношении дивидендной политики особенно сильно проявляется в отраслях, где присутствует государственное регулирование. Так менеджмент финансовых компаний большее значение уделяет вопросам возможности выплат дивидендов в будущем (Baker, и др., 1985). Такой феномен можно объяснить тем, что время от времени ужесточаются требования к размеру капитала банка, установленные надзорными органами, что в свою очередь снижает размеры денежных потоков, которые могут быть направлены на выплату дивидендов.

Хотя в академических кругах нет однозначного мнения относительно влияния дивидендной политики на стоимость компании, менеджеры считают, что дивидендная политика оказывает влияние на стоимость компании, так как оптимальная дивидендная политика есть баланс между текущими выплатами и будущим ростом компании (Baker, 1999). Однако среди менеджеров нет единого мнения относительно влияния дивидендов на ставку затрат на собственный капитал. 46,6% процентов канадских менеджеров уверены, что существует связь между дивидендной политикой и ставкой затрат на собственный капитал (Baker, и др., 2007), в то время как норвежские менеджеры не уверены, что существует такая зависимость (Baker, 2006). Влияние дивидендной политики на стоимость компании и ставку затрат на собственный капитал можно объяснить тем, что как было сказано выше дивидендная политика несет в себе сигнал, таким образом компания становится прозрачнее, понятнее и более предсказуемой, что в свою очередь снижает риски и дисконт в стоимости.

Другим мотивом дивидендной политики, по которому академическое сообщество не имеет однозначного мнения, а менеджеры имеют, является налоги и связанная с ними оптимальная политика выплат компании. Так в

норвежские менеджеры не считают, что из-за налогов инвесторы выбирают компании для инвестирования (Baker, 2006). Менеджеры в США допускают возможность, что налоги могут влиять на выбор инвестора, однако налоги не являются определяющим фактором при принятии решения об инвестировании (Baker, 1999). Более того американские руководители не думают, что более высокие дивиденды привлекают инвесторов с более низкой ставкой. Действительно, налоги не должны быть определяющим фактором при выборе объекта инвестирования, т.к. основная задача инвестора получить наибольшую посленалоговую доходность при допустимом уровне риска. Учитывая, что налоги на дивиденды являются пропорциональными, то задача инвестора найти объект инвестирования с наибольшей доходностью. Таким образом, инвесторы смотрят именно на то, какую доходность они могут получить, покупая компанию за определенную цену.

Слабое влияние на дивидендную политику проявилось после снижения налогов в 2003 году в США, в результате которого налог на дивиденды для физических лиц снизился с 38% до 15%, а налог на прирост капитала с 20% до 15%. После снижения налогов было проведено исследование (Brav, и др., 2008), в ходе которого не было выявлено значимого влияния налогов на дивидендную политику, несмотря на то, что дивидендные выплаты стали с одной стороны гораздо привлекательные в сравнение с дореформенным состоянием, а с другой стороны с точки зрения налогового аспекта стали столь же эффективны, как и выкуп собственных акций. Так только 5% менеджеров компаний, которые и до реформы платили дивиденды, включили налоги в тройку главных факторов, определяющих дивидендную политику, в то время как более 50% респондентов включили в тройку размер исторических выплат и стабильность будущих денежных потоков. Таким образом, налоги не являются определяющим фактором дивидендной политики. Менеджеры практически не обращают на них внимания при решении в области дивидендной политики (Baker, и др., 1985).

Одной из предпосылок сторонников налоговой теории является комплементарность доставки дохода акционерам через дивиденды или увеличения курсовой стоимости. По мнению менеджеров, дивиденды и изменения курсовой стоимости не являются эквивалентами (Baker, и др., 1985), так обратные выкупы акций, являющийся альтернативным способом доставки доходности, финансируются в основном за счет излишков денежных средств и необязательно должны проводиться на ежегодной основе. Дивиденды, по мнению менеджеров, должны выплачиваться на ежегодной основе и более того не должны прекращаться (Brav, и др., 2008).

Существуют и различия в академических постулатах и утверждениях менеджеров. В классических корпоративных финансах инвестиционные и финансовые решения не связаны, то есть нет взаимосвязи между инвестиционной политикой, оптимальной структурой капитала и дивидендной политикой. Менеджеры же считают, что, несомненно, существует связь между инвестиционной политикой, оптимальной структурой капитала и дивидендной политикой (Baker, 2006). Данное различие можно объяснить предпосылками, которые закладываются в классических корпоративных финансах: при финансировании инвестиционно-привлекательных проектов не может существовать проблем с привлечением капитала. Однако на практике важно кто привлекает финансовые ресурсы, а именно, как долговая нагрузка у компании существует, насколько сложно компании погасить ее, то есть существующая структура капитала влияет на инвестиционную политику. А так дивидендная политика непосредственно влияет на структуру капитала (т.к. уменьшает возможности для погашения требований и обязательств перед кредиторами), то дивидендная политика может влиять на инвестиционную политику компании.

Суммируя вышесказанное в данной главе, стоит признать, что с помощью опросных исследований руководителей компаний были выявлены существенные характеристики дивидендной. Во-первых, во многих странах в

разные года неоднократно было обнаружено, что дивидендная политика очень консервативна: с одной стороны сильно зависит от дивидендной политики, которая реализовывалась в предыдущие года, с другой стороны сильно зависит от стабильности будущих результатов компании. Во-вторых, дивидендная политика имеет сильную сигнальную функцию, через которую менеджмент подтверждает свои мысли о будущем конкретными делами (увеличением, снижением дивидендов). В-третьих, дивидендная политика не является полностью независимой, а связана с другими политиками компании.

1.3. Особенности дивидендной политики на развивающихся рынках капитала

Данная работа рассматривает дивидендную политику на развивающихся рынках капитала, которые в свою очередь имеют отличительные особенности. Под развивающимися рынками капитала в работе подразумеваются такие страны, темпы развития которых превышают среднемировые, в частности темпы роста ВВП больше среднемировых изменений ВВП. Высокие темпы развития требуют инвестиций, которые компании должны профинансированы. Таким образом, значительный денежный поток компании направляют на финансирование инвестиций. С другой стороны, финансовые рынки в развивающихся странах развиты значительно слабее, чем на развитых рынках, что в свою очередь создает сложности для компании при финансировании инвестиций.

Одной из отличительных особенностей развивающихся рынков является высокая концентрация собственности. Так если в Америке в среднем три крупнейших акционера владеют 20% акций компании (La Porta, и др., 1998), то в Турции на трех крупнейших акционеров в среднем приходится около 59%, Малазии – 54%, Индии – 40%.

Стоит отметить, что при описании агентской теории дивидендной политики предполагается что собственность и управление разделены. В развивающихся странах зачастую крупный собственник входит в управление. Таким образом, асимметрия информации меньше, а, следовательно, сигнальная функция дивидендной политики снижается для контролирующего собственника (Aivazian, et al., 2003).

Однако эмпирические исследования не выявили влияния контролирующего собственника на дивидендную политику компаний развивающихся стран, за исключением случаев, когда контролирующим собственником является государство. Например, в Китае компании с государственным участием чаще платят дивиденды (Wang, и др., 2011). По мнению авторов, дивиденды являются одним из источников стабильных доходов, и таким образом государство сохраняет мотивацию присутствия в экономике.

В Кувейте также было обнаружено влияние государства на дивидендную политику: в компаниях, в капитале которых участвовало государство, вероятность выплат дивидендов была больше (Al-Kuwari, 2012). При этом не было выявлено влияние на дивидендную политику крупных контролирующих акционеров, представленных в лице институциональных инвесторов или физических лиц.

Таким образом, влияние государства на дивидендную политику в развивающихся странах можно объяснить тем, что государство, являясь крупным собственником, не представлено в одном лице, а, следовательно, существует агентский конфликт между собственником и управляющим. Таким образом, для снижения издержек мониторинга государство поддерживает дивидендные выплаты, стимулируя менеджеров искать внутренние и внешние источники финансирования инвестиционных программ и других потребностей компании.

При рассмотрении факторов, влияющих на дивидендную политику, на развивающихся рынках не было выявлено новых взаимосвязей. На дивидендную политику в развивающихся странах оказывает влияние результаты работы компании, выраженные в виде чистой прибыли или рентабельности собственного капитала. Так в Индии дивиденды платят компании, имеющие относительно высокие рентабельности (Reddy, и др., 2005). Для выборки развивающихся стран (Индии, Турции и др.) одним из значимых факторов, влияющих на дивидендную политику, была рентабельность собственного капитала (Aivazian, и др., 2003).

Влияние структуры капитала было выявлено на развивающихся рынках капитала: компании имеющие относительно меньше долга платят больше дивидендов (Aivazian, и др., 2003). К таким же выводам пришли исследователи Кувейта: компании с более высокой долговой нагрузкой имеют меньшую вероятность выплат дивидендов (Al-Kuwari, 2012).

В итоге, факторы, влияющие на дивидендную политику развивающихся рынков капитала, схожи с факторами, определяющими дивиденды развитых стран, однако чувствительность ряда факторов (рентабельность, уровня долга) проявляется сильнее (Aivazian, и др., 2003).

Особенно стоит отметить, что отличительные характеристики дивидендной политики, а именно влияние исторических дивидендных выплат и ожидания будущих денежных потоков, также проявляются на развивающихся рынках капитала. В Пакистане была подтверждена корректность модели Линтнера (Ahmed, и др., 2009). При этом стоит отметить, что в среднем целевой уровень выплаты дивидендов был ниже, чем обнаруженный Линтнером (Lintner, 1956) и другими исследователями развитых рынков, а скорость конвергенции наоборот больше для развивающихся рынков капитала. К похожим выводам, приходят исследователи стран BRIC (Пирогов, и др., 2011): компании на развивающихся рынках имеют меньший размер целевого

дивиденда от чистой прибыли по сравнению с развитыми рынками, в то время как коэффициент конвергенции больше. Меньший размер целевого дивиденда свидетельствуют с одной стороны о высоких инвестиционных возможностях компаний и соответственно высокой доле реинвестированной прибыли, с другой стороны свидетельствует о более высоких рисках, так как дивидендная политика консервативна и менеджеры крайне неохотно снижают дивиденды.

Высокий коэффициент конвергенции свидетельствует о коротком горизонте планирования, так как в модели Линтнера (Lintner, 1956) коэффициент конвергенции показывает на какую часть разницы между желаемым дивидендом и прошлым компания может повысить текущий дивиденд. Соответственно, чем больше данная доля, тем быстрее компания приходит к целевому дивиденду при данном уровне прибыли (Пирогов, и др., 2011).

Таким образом, основные характеристики дивидендной политики компаний с развивающихся рынков капитала схожа с параметрами дивидендной политикой развитых стран, в частности зависимость от предыдущих дивидендов, ожиданий будущих доходов. Но в тоже время дивидендные выплаты на развивающихся рынках капитала, более чувствительны к параметрам прибыльности, долга, имеют меньший горизонт планирования.

Глава 2. Методология эмпирического анализа мотивов дивидендной политики на развивающихся рынках капитала

Одной из задач данной работы является проведение исследования на развивающихся рынках капитала. Данный раздел состоит из трех частей, которые соответственно описывают выборку компаний для исследования, модель исследования и основные гипотезы.

2.1. Модель исследования

Для исследования использовалась 2 модели, отражающие мотивы компаний в области дивидендной политики. В качестве первой модель была использована модель Линтнера (Lintner, 1956), в качестве второй и основной модели рассматривалась модифицированная модель Линтнера, разработанная в рамках данного исследования.

2.1.1. Модель Линтнера

Модель Линтнера (Lintner, 1956) основывается на результатах проведения опроса руководителей. Модель строится на предположении о том, что для менеджеров, во-первых, важен не сам дивиденд, а разница с прошлым дивидендом, во-вторых, менеджеры определяют целевой дивиденд при данном уровне прибыли. При росте прибыли компании выплачивают лишь часть целевого дивиденда, так как не уверены, что в будущем смогут заработать такой уровень прибыли. Со временем уверенность возрастает, и компании приближаются к выплате целевого дивиденда. Скорость, с которой компания приближается к целевому дивиденду, является скоростью конвергенции.

В-третьих, модель отражает склонность менеджеров увеличивать дивиденды, то есть вводится свободный член который должен быть больше нуля. Таким образом, учитывая выше сказанное, Линтнер (Lintner, 1956) разработал модель:

$$D_{it} - D_{it-1} = a_i + d(cNI_{it} - D_{it-1}) + u_{it}$$

“

Где D_{it} - дивиденды i -компании в период t ;

D_{it-1} - дивиденды i -компании в период $t-1$;

a_i – свободный член (константа)

d – коэффициент конвергенции

c – целевой уровень (доля) дивидендов от чистой прибыли

NI_{it} - чистая прибыль i -компании в период t ;

u_{it} - ошибка.

После ряда упрощений модель можно привести к виду:

$$D_{it} = a_i + b_1 NI_{it} + b_2 D_{it-1} + u_{it}$$

Где b_1 есть произведение коэффициента конвергенции d и целевого уровня дивидендов c , а b_2 равняется 1 за минусом скорости конвергенции d .

Стоит отметить преимущества модели Линтнера (Lintner, 1956). Во-первых, в модели описывается прошлая дивидендная политика компании с помощью непосредственного включения размера прошлых дивидендов. Во-вторых, в модель включена сигнальная функция дивидендов, т.к. коэффициент конвергенции отражает уверенность менеджеров в будущем компании. Соответственно, данная модель позволяет протестировать сигнальную функцию дивидендной политики и консерватизм в отношении дивидендной политики компании.

С помощью модели Линтнера будет проверена гипотеза №1:

«Модель Линтнера состоятельна для развивающихся рынков капитала»

Тестирование модели Линтнера проводилось в таких развитых странах как Германия (Andres, et al., 2009), США (Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S., 2003), на развивающихся рынках Китая, Индии и др. ((Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S., 2003), Пакистана (Robinson, 2005). На всех исследуемых рынках модель оказалась состоятельна.

2.1.2. Модифицированная модель Линтнера

Лаконичная модель Линтнера (Lintner, 1956), несмотря на свои преимущества, не включает в рассмотрение другие факторы, которые влияют на дивидендную политику.

Во-первых, в модели не учтено влияние жизненного цикла. На разных этапах жизненного цикла у компании разные мотивы в отношении дивидендной политики: на этапах роста компания больше инвестирует, так как может заработать для акционеров больше требуемой доходности. На этапе зрелости компании начинают платить дивиденды, снижая инвестиционную активность.

Во-вторых, в модели не учтено влияние структуры капитала, которая также может влиять на дивидендную политику, что подтверждает опрос (Baker, 2006).

В-третьих, в модели Линтнера не рассматривается финансовая стабильность компании. Например, кредитные договора зачастую содержат ковенанты на запрет выплат дивидендов, если у компании обнаруживается высокая долговая нагрузка.

В-четвертых, в модели косвенно учитывается влияние будущих результатов компаний, но лишь на уровне чистых прибылей. На дивидендную политику влияют ожидания будущих потребностей инвестиционной политики, политики структуры капитала и др.

В итоге исходная модель Линтнера требует совершенствования. Руководствуясь предыдущими научными исследованиями, опросами руководителей можно утверждать, что мотивы дивидендной политики зависят от двух глобальных переменных: прошлых результатов и будущих ожиданий перспектив компании. Причем влияние прошлых результатов в большей степени определяется предшествующей дивидендной историей компании. Влияние будущих ожиданий определяется будущими оттоками и притоками денежных средств компании, в частности ожидаемыми чистой прибылью,

инвестиционной политикой, структурой капитала. Таким образом, модифицированная модель Линтнера для целей настоящего исследования была специфицирована следующим образом:

$$D_{it} = a_i + b_1 D_{it-1} + b_2 NI_{it} + b_3 CYCLE_{it} + b_4 FSTAB_{it} + b_5 CSTR_{it} + b_6 NI_{it+1}^{exp} + b_7 INV_{it+1}^{exp} + u_{it}$$

Где D_{it} - дивиденды i -компании в период t ;

D_{it-1} - дивиденды i -компании в период $t-1$;

NI_{it} - чистая прибыль i -компании в период t ;

$CYCLE_{it}$ - переменная, характеризующая стадию жизненного цикла, причем $CYCLE_{it} = b_3^1 OCF_{it}^2 + b_3^2 OCF_{it}$, где OCF_{it} - операционный денежный поток i -компании за период t .

$FSTAB_{it}$ - переменная, характеризующая финансовую стабильность компании, причем $FSTAB_{it} = b_4^1 \left(\frac{Debt_{it}}{EBITDA_{it}}\right)^2 + b_4^2 \frac{Debt_{it}}{EBITDA_{it}}$, где $\frac{Debt_{it}}{EBITDA_{it}}$ - отношение долгосрочного долга к прибыли до вычета процентов, налогов, амортизации i -компании за период t .

$CSTR_{it}$ - переменная, характеризующая структуру капитала компании, причем $CSTR_{it} = b_5^1 \left(\frac{Debt_{it}}{EQ_{it}}\right)^2 + b_5^2 \frac{Debt_{it}}{EQ_{it}}$, где $\frac{Debt_{it}}{EQ_{it}}$ - отношение долгосрочного долга к балансовой величине собственного капитала i -компании за период t .

NI_{it+1}^{exp} - ожидаемая величина в периоде t чистой прибыли i -компании за период $t+1$, прогнозируемая следующим способом:

$$NI_{it+1}^{exp} = a_i + b_6^1 NI_{it} + b_6^2 NI_{it-1} + b_6^3 INV_{it} + b_6^4 INV_{it-1} + b_6^5 DEBT_{it} + u_{it}$$

INV_{it+1}^{exp} - ожидаемая величина в периоде t капитальных расходов i -компании за период $t+1$, прогнозируемая следующим способом:

$$INV_{it+1}^{exp} = a_i + b_7^1 OCF_{it} + b_7^2 OCF_{it}^2 + b_7^3 INV_{it} + b_7^4 INV_{it-1} + u_{it}$$

u_{it} - ошибка.

Модель включает как прошлые результаты, так и ожидания будущего. В качестве результаты прошлого выступают фактические показатели прошлых дивидендов и текущей прибыли. Стоит отметить, что зачастую в России и других развивающихся странах дивиденды платятся при имеющейся отчетности за год. То есть, акционеры на годовом собрании воспринимают прибыль как прошлые результаты. К тому же в отчете о движении денежных средств за год t строка дивидендов фактически является отражением выплаченных дивидендов за год $t-1$. Таким образом, переменные, отражающие прошлое, берутся из отчетности компании.

Большая проблема возникает при моделировании ожиданий будущего, так как нет объективных показателей, конкретно характеризующих будущее. Тем не менее, некоторые из рассматриваемых показателей, а именно переменные жизненного цикла ($CYCLE_{it}$), финансовой стабильности ($FSTAB_{it}$), структуры капитала ($CSTR_{it}$) относительно медленно меняются во времени. Поэтому для целей настоящего исследования, в качестве переменных, характеризующих будущее вышеперечисленных факторов, были взяты текущие показатели данных факторов.

Так жизненный цикл ($CYCLE_{it}$) можно охарактеризовать квадратичной функцией операционного денежного потока компании (OCF_{it}), так как на стадии зрелости компании операционный денежный поток незначительный или вообще отрицательный. Далее с ростом компании операционный денежный поток увеличивается и достигает пика на стадии зрелости. Впоследствии на стадии старения операционный денежный поток начинает снижаться. Таким образом, с помощью показателя OCF_{it} можно качественно описывать стадии жизненного цикла компании.

Схожей зависимости стоит ожидать между уровнем заемных средств и дивидендами. Компании, имеющую низкую долговую нагрузку, могут платить дивиденды, так как у будущего компании нет большого риска банкротства, а,

соответственно, нет острых проблем с кредиторами. При высокой долговой нагрузке, компании будут аккумулировать денежные средства для расчетов с кредиторами. К тому же, сами кредиторы могут накладывать ограничения на выплату дивидендов. В итоге, стоит ожидать отрицательную зависимость дивидендов от структуры капитала, описываемую квадратичной функцией, так как с увеличением долговой нагрузки риск банкротства становится все сильнее, а, соответственно, дивиденды будут снижаться быстрее, чем описывает линейная функция.

Похожего влияния на дивиденды стоит ожидать от показателей, характеризующих финансовую устойчивость компании. Несмотря на то, что отношение долга к собственному капиталу и отношение доходов до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕБИТДА) сильно коррелированы, первый отражает стратегические позиции компании, а второй является оперативным и отражает текущие возможности погашения долга компании. Ввиду вышеописанной разницы, в модель были включены оба показателя.

Наибольшие сложности возникают при моделировании ожиданий будущих показателей компании, которые представлены в модели в виде ожидаемых показателей чистой прибыли и инвестиций. Наиболее качественное моделирование показателей возможно при опросе топ-менеджеров о будущем компании, однако для большого числа компаний проведения данного исследования является проблематичным. Поэтому было принято решение, смоделировать будущие результаты компании на основе имеющихся данных. Данный подход логичен, так как менеджеры при оценке будущих результатов компании оценивают текущую ситуацию. Так для моделирования ожиданий будущей прибыли использовались показатели прибыли за текущий (NI_{it}) и прошлый год (NI_{it-1}), текущие (INV_{it}) и прошлые инвестиции (INV_{it-1}), размер долга ($DEBT_{it}$). Включение в модель текущей и прошлой прибыли объясняется тем, что имеющиеся активы компании будут и в будущем генерировать

прибыль, и можно предполагать, что прибыль от данных активов не будет сильно меняться.

С другой стороны, компания постоянно инвестирует, восстанавливая изношенные и создавая новые активы, поэтому текущие и прошлые инвестиции определяют размер будущей прибыли. Размер долга также влияет на инвестиции, так как финансирование инвестиций может обеспечиваться частично или полностью за счет заемных средств. Соответственно, не вся прибыль до выплаты процентов будет причитаться акционерам – часть будет потрачена на выплату процентов.

Моделирование ожидаемых инвестиций было произведено с помощью двух факторов стадии жизненного цикла и прошлых инвестиций. На разных стадиях жизненного цикла компании имеют разную инвестиционную политику. С другой стороны, компании относительно медленно переходят с одной стадии жизненного цикла на другой, и размер инвестиций может коррелировать с прошлыми инвестициями.

Стоит также отметить, что для целей эконометрического анализа поиска коэффициентов для модели ожиданий чистой прибыли и модели инвестиций в качестве объясняемой переменной были использованы фактические значения чистой прибыли и инвестиций. Данное допущение объясняется тем, что компании зачастую планируют бюджет и свои результаты, основываясь на предыдущих результатах компаний, и менеджеры, зная специфику бизнеса, дают оценки близкие к фактическими. Но все же существует ошибки в прогнозах, поэтому для оценки модифицированной модели Линтнера в качестве зависимой переменной используется расчетное значение ожидаемой чистой прибыли и инвестиций на основе предложенной модели и эконометрических оценок моделей ожидаемой чистой прибыли и ожидаемых инвестиций.

Подводя итог вышесказанному, стоит отметить, что в модифицированной модели Линтнера отражены прошлые (прошлая дивидендная политика,

текущие результаты) и будущие (стадия жизненного цикла, финансовая устойчивость, ожидаемые будущие результаты, инвестиционная политика, структура капитала) основные характеристики и факторы дивидендной политики, определяющие мотивы компании в области дивидендной политики.

С помощью модифицированной модели Линтнера будет проверены две гипотезы:

Гипотеза №2:

«Прошлые дивидендные выплаты влияют на дивидендную политику»

Гипотеза №3:

«Ожидания будущих результатов оказывают влияние на дивидендную политику»

Влияние исторических дивидендов на текущие дивиденды исследовали с помощью модели Линтнера (Lintner, 1956), а также в исследованиях на основе опросов (Baker, и др., 2007), (Dhanani, 2005). Рассмотрение будущих результатов исследователи дивидендной политики напрямую не изучали, ввиду сложности моделирования, однако в объяснениях мотивов дивидендной политики использовали ожидания будущих результатов (Bhattacharya, 1979). Таким образом, непосредственное включение ожиданий будущих результатов в модель является научной новизной данной работы.

2.2. Выборка

2.2.1. Исходная выборка

Для исследования мотивов дивидендной политики на развивающихся рынках капитала была сформирована выборка на основе базы данных Блумберга (*Bloomberg*) по следующим критериям:

- Компания зарегистрирована в одной из быстроразвивающихся стран BRICS или Восточной Европы: Россия, Бразилия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика, Турция, Польша, Украина.
- Компания имеет публичный листинг.
- Совокупная стоимость активов (по состоянию на 2010 год) больше \$500 млн.
- Компания относится к нефинансовому сектору
- Компания выплачивала дивиденды за 2010 год
- Период наблюдений с 2000 по 2010 гг.

Все значения в исследуемой работе представлены в миллионах долларов США (млн.\$).

2.2.2. Описательные статистики для переменных

При описании генеральной совокупности без учета странового признака можно охарактеризовать типичного представителя выборки как компанию, структура капитала которой в большей степени сформирована за счет собственного капитала (2 679 млн.\$), а долгосрочного долга в 493,97 млн.\$. Типичная компания зарабатывает 177,7 млн. долларов, из которых на дивиденды направляет 53,3 млн. долларов. Таким образом, компании развивающихся стран большую часть прибыли направляют на развитие, и лишь 30% прибыли предназначается для дивидендных выплат акционерам. Активное развитие компаний также подтверждается размером инвестиций: типичная компания тратит на инвестиции в год 302 млн.\$, что превышает размер чистой прибыли и занимает 61,7% размер доходов компании до вычета процентов, налогов и амортизации.

Таблица 2 Описательная статистика общей выборки

Переменная	Обозначение в моделях	Кол-во	Ср. знач.	Станд. отклонение	Мин	Макс
Чистая прибыль	NI	11109	177.7032	1020.534	-5952	31908,3
Дивиденды	DIV	13480	53.27207	327.9002	0	11978
ЕБИТДА	ЕБИТДА	7784	489.4775	2434	-875,3	103148
Инвестиции	INV	7751	302.4486	1607.565	0	45208,2
Денежный поток от операционной деятельности	OCF	6295	203.2225	819.8714	-5314,4	40451,6
Долг	Debt	7903	493.9688	1943.036	0	60588
Собственный капитал	Equity	7903	2679.838	13694.6	0,7	808442
Отношение долга к собственному капиталу	Debt/Equity	7903	0.2047424	0.3177284	0	8,228

2.2.3. Сравнительный анализ компаний исследуемых стран

Описательные статистики с разбивкой по странам представлены в Приложении №1 данной исследовательской работы.

Существует ряд особенностей, которые обнаруживаются при рассмотрении анализ стран в отдельности. Так отличительная особенность Китая – большое количество наблюдений. Например, для Китая наименьшее количество наблюдений по параметру операционный денежный поток – 2999 наблюдений, что больше количества наблюдений для любого другого параметра других рассматриваемых стран. Противоположная картина сложилась для Украины. Наибольшее количество наблюдений есть по параметру дивиденды, и составляет лишь 160 наблюдений. Таким образом, ввиду малого количества наблюдений оценки для Украины могут быть неустойчивыми.

Отличительной особенностью России является размер компании. Представленные в выборке российские компании в среднем больше компаний из других рассматриваемых стран. Так для российских компаний средний размер чистой прибыли составляет 1 003 млн.\$, а размер доходов до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕВITDA) составляет 2 204 млн.\$, при соответствующих показателях для Китая 103,1 млн.\$ и 332,9 млн.\$, для Бразилии 316,5 млн.\$ и 955,9 млн.\$. Наименьшие по размеру компании в рассматриваемой выборке представлены на Украине. Средний размер чистой прибыли для украинских компаний составляет 64,1 млн.\$, а средний размер доходов до вычета процентов, налогов и амортизации (ЕВITDA) 158,6 млн.\$.

Таким образом, с уверенностью можно констатировать факт о том, что общая выборка неоднородна и анализ нужно проводить на уровне стран. Поэтому модель Линтнера и модифицированная модель Линтнера будет оцениваться для каждой страны в отдельности, а оценка общей выборки производится не будет.

2.3. Методы оценки.

Данные представляют собой панель с 2000 по 2010 года по 1348 компаниям из 8 стран. Классические способы оценки панельных данных – сквозная регрессия (pooled regression), регрессия с фиксированными индивидуальными эффектами (fixed effect regression), регрессия со случайными индивидуальными эффектами (random effect regression). Стоит отметить, что классические методы оценки подходят в основном для независимых во времени моделей (когда в спецификации все регрессоры относятся к одному периоду t). В данном случае в моделях есть лагированные переменные, которые вносят сложности в оценку.

Исследователи – эконометристы уже изучили возможные проблемы, связанные с данными спецификациями, а именно (Mileva, 2007):

1. Эндогенность – коррелированность регрессоров с ошибками, которая может возникнуть и как следствие неоднозначные причинно-следственной связи между результирующей переменной и регрессорами.
2. Наличие индивидуальных эффектов, коррелирующих с регрессорами.
3. Автокорреляция, вследствие включения лагированных переменных
4. Ограниченность ряда по временным наблюдениям (короткий ряд), при этом наличия большого количества подгрупп наблюдения (например, стран или компаний)

В результате развития эконометрической науки, первые 2 проблемы можно решить за счет использования метода инструментальных переменных или применение в качестве зависимой переменной разности между изначально объясняемой переменной и ее лагом, которая изначально являлась объясняющей переменной. Однако данные методы не решают проблемы автокорреляции и наличие короткого периода наблюдения.

Целиком справляется с пулом проблем метод Ареллано-Бонда (Arellano M, 1991), который специально сконструирован для коротких панелей с возможной автокорреляцией (т.е в которых есть лагированные переменные объясняемой переменной). Метод основан на обобщенном методе моментов и использует лагированные эндогенные регрессоры как инструменты.

Метод оценивания панельный данных Ареллано-Бонда был использован для рассматриваемой в исследовании выборки, так как в исследуемых моделях дивидендной политики в качестве объясняемой переменной используется показатель дивидендов текущего года (D_{it}), а в качестве объясняющей переменной (D_{it-1}). К тому же, рассматриваемым временной ряд является коротким (10 лет). Таким образом, использование метода Ареллано-Бонда

(Arellano M, 1991) даст наилучшие несмещенные эффективные оценки модели дивидендной политики из возможных на сегодняшний день.

Глава 3. Эмпирический анализ моделей дивидендной политики

3.1. Эмпирические оценки модели Линтнера

Результаты оценки модели Линтнера методом Ареллано – Бонда для разных стран приведены ниже.

Таблица 3 Оценки коэффициентов в модели Линтнера

Дивиденд=	константа+	Прибыль	Дивиденд-1	скорость конвергенции	payout ratio	N obs	N groups
Бразилия	29.827068***	.3199057***	.1780408***	82%	39%	809	130
Китай	9.3042143***	.2074162***	.26533598***	73%	28%	4447	708
Индия	15.59329***	.14228068***	.17749078***	82%	17%	1412	257
Польша	46.091262***	.07773353**	-.11617792**	112%	7%	265	42
Россия	206.29029***	.05709754***	-0.07072981	107%	5%	381	72
ЮАР	73.613291***	-.06071189**	.44621999***	55%	-11%	515	80
Турция	-1.4124347	.4735246***	.16729925*	83%	57%	239	36
Украина	29.80318***	-0.08930264	0.13912284	86%	-9%	106	16

Проанализировав результаты оценки модели, предложенной Линтнером (Lintner, 1956) можно сделать выводы о том, что в целом (особенно для стран Бразилии, Китая, Индии и Турции), результаты оценки соотносятся с теоретическим обоснованием: скорость конвергенции находится на уровне 80%, а доля прибыли, направляемой на дивиденды - в интервале от 17% до 57%. Таким образом, доля целевого дивиденда ниже для развивающихся стран, чем для развитых, так как Линтнер (Lintner, 1956) получил оценку целевого уровня дивиденда от чистой прибыли в размере 52%. Стоит также отметить, высокие показатели скорости конвергенции, что свидетельствует о том, что компании быстро приспособливают фактический дивиденд к целевому, и, соответственно,

горизонт планирования дивидендной политики на развивающихся рынках капитала довольно короткий. Данный факт можно объяснить тем, что на развивающихся рынках капитала выше риски и соответственно сложнее планировать будущее.

Стоит также отметить, что для некоторых стран модель работает чуть хуже (в частности для России, Польши, ЮАР и Украины): скорость конвергенции оказывается больше 100%, то есть компании данных стран полностью приближаются к целевому дивиденду, при этом платят больше целевого дивиденда. Если считать оценки эффективными, то данный факт свидетельствует о том, что компании уверены в своем будущем и платят больше дивидендов, чем должны были бы платить, сигнализируя о своих сильных перспективах.

Превышение значений коэффициентов над теоритическими для некоторых стран объясняется ограниченностью выборки: если не брать в расчет Турцию, то прослеживается следующая тенденция: для стран, в которых количество исследуемых компаний больше 100, результаты соотносятся с теоритическими ожиданиями от модели. Учитывая тот факт, что любой эконометрический метод, в частности метод Ареллано-Бонда (Arellano M, 1991), дает более качественные оценки с ростом размера наблюдений, можно говорить о том, что модель Линтнера состоятельна для развивающихся рынков.

Таким образом, при проверке гипотезы №1 «*Модель Линтнера состоятельна для развивающихся рынков капитала*» был сделан вывод о том, что гипотезу нельзя отвергнуть, так как целевая доля дивидендов от чистой прибыли и коэффициент конвергенции соотносятся с теоритическим выкладками модели.

Отдельное внимание стоит уделить свободному члену в модели. Для всех стран кроме Турции данный коэффициент больше нуля при 1% уровне

значимости. Таким образом, компании от года к году стремятся увеличивать дивиденды, сигнализируя рынку о своих перспективах. С другой стороны, значимость свободного члена модели может свидетельствовать о пропущенных переменных в модели.

Таким образом, оценки модели Линтнера для развивающихся стран свидетельствуют о сигнальном мотиве дивидендной политики в странах с развивающимися рынками капитала, так как, во-первых, нельзя отвергнуть гипотезу о состоятельности модели Линтнера для развивающихся рынков капитала. Во-вторых, оценки свободного члена в модели статистически значимы и больше нуля, что подтверждает намерения менеджеров увеличивать дивиденды и, соответственно, давать сигнал рынку о сильных перспективах компании.

3.2. Модифицированная модель Линтнера

3.2.1. Оценка прогноза ожиданий чистой прибыли и инвестиций

В модифицированной модели Линтнера используются ожидания компании относительно чистой прибыли и инвестиции. В данном разделе будут представлены оценки данных ожиданий.

Результаты оценки ожидаемой прибыли представлены в Таблице 5 Приложения №2.

Проанализировав оценки модели ожидаемой чистой прибыли можно сделать вывод о том, что количество лагов выбрано правильно, так как значимость сохраняется и для переменных, отстающих на 2 шага. Каждый из изначально выбранных факторов статистически значим на 5%-уровне значимости как минимум для 3 рассматриваемых стран, поэтому было принято решение не корректировать модель. В дальнейшем при расчете ожидаемого



уровня прибыли для каждой страны использовалась своя модель, в которой использовались лишь значимые факторы на 10%-уровне значимости и выше.

При анализе оценок коэффициентов модели ожиданий чистой прибыли стоит сделать следующие выводы. Во-первых, существуют ожидания, что чистая прибыль растет во времени, что можно объяснить, с одной стороны наличием инфляции, с другой стороны особенностью развивающихся экономик рассматриваемых стран, в которых компании имеют возможности для роста бизнеса, а, соответственно, и роста прибыли.

Во-вторых, влияние исторических чистых прибылей неоднозначно: для большинства стран предыдущая чистая прибыль влияет положительно на ожидания, а чистая прибыль с двухлетним лагом – отрицательно. Данный факт можно объяснить тем, что на 3 год активы устаревают, а, соответственно, активы, которые генерировали чистую прибыль 2 года назад устаревают морально и физически. Поэтому влияние чистой прибыли с лагом в 2 года отрицательное, так как старые активы не генерируют должной прибыли.

В-третьих, обнаружилась тенденция положительного влияния инвестиций, произведенных в течение 2 лет, на ожидания чистой прибыли, что свидетельствуют о том, что новые активы приносят компаниям прибыли.

При анализе модели ожидаемых инвестиций не обнаружилась высокая инертность – влияние на инвестиции показателя, отстающего на 2 периода, не значимо ни для какой страны¹. В связи с этим, целесообразно переспецифицировать модель и убрать эту переменную, что и было сделано. К тому же исключение данной переменной целесообразно по следующей причине – чем больше лагов используется в модели, тем короче доступная выборка, так как для «крайних» наблюдений нельзя взять переменные с лагом, поэтому,

¹ См. Таблица 6 Приложения №2

исключая лаг, по сути добавляются наблюдения в модель, а значит, находятся более надежные результаты.

При оценке скорректированная модель без учета инвестиций со вторым лагом все коэффициенты значимы (Таблица 7 Приложения №2). При анализе знаком коэффициентов модели стоит выделить три особенности. Во-первых, влияние жизненного цикла на инвестиций подтвердилось: оценки коэффициента перед операционным денежным потоком имеют положительный знак, а оценки коэффициента перед квадратом операционного денежного потока – отрицательный коэффициент. Таким образом, влияние жизненного цикла на инвестиции можно описать параболической кривой с вершиной, направленной вверх, что свидетельствуют о росте инвестиции на стадиях роста и снижении при переходе на стадию зрелости.

Во-вторых, ожидания зависят от инвестиций, произведённых год назад. Таким образом, ожидания инвестиций базируются на прошлой инвестиционной политике.

В-третьих, оценка свободного члена в скорректированной модели больше нуля, что свидетельствует о тенденции увеличения во времени инвестиций компаний, работающих на развивающихся рынках капитала.

3.2.3. Результаты оценки модифицированной модели Линтнера

Проведя оценки моделей ожиданий чистой прибыли и инвестиций, были получены оценки ожиданий от соответствующих показателей, что в итоге позволило оценить модифицированную модель Линтнера. Результаты представлены в Таблице 8, 9 Приложения №2.

Оценки были получены для 7 стран, так количество наблюдений для Украины было недостаточно для оценки методом Аррелано-Бонда (Arellano M, 1991). Поэтому дальнейший анализ оценок модели Линтнера будет



проводиться для 7 стран: Россия, Бразилия, Индия, Китай, ЮАР, Польша, Турция.

Оценка изначально предложенной спецификации выявила незначимость показателей, характеризующих структуру капитала и финансовую стабильность (Таблица 8). Таким образом, можно утверждать, что показатели долга не влияют на дивидендную политику компаний с развивающихся рынков капитала. Также незначимость структуры капитала и финансовой стабильности на дивидендную политику свидетельствуют о том, что в рассматриваемых странах компании не используют дивидендную политику для корректировки структуры капитала. К тому же, незначимость долга свидетельствуют о том, что для компаний обязательства, связанные с дивидендной политикой, являются важными, при этом при высокой долговой нагрузке или слабой финансовой устойчивости компании не изменяют дивидендные выплаты. Таким образом, незначимость характеристик компаний, базирующихся на долге, подтверждают консервативные мотивы компаний в отношении дивидендной политики.

Для повышения качества моделей следует исключить переменные из модели. Ключевой вопрос на данном этапе состоит в определении переменной / набора переменных, подлежащих исключению. Путем перебора возможных вариантов исключения переменной, пар и троек переменных и оценок моделей, была определена наилучшая спецификация.

$$D_{it} = a_i + b_1 D_{it-1} + b_2 NI_{it} + b_3^1 OCF_{it}^2 + b_3^2 OCF_{it} + b_4 NI_{it+1}^{exp} + b_5 INV_{it+1}^{exp} + u_{it}$$

Результаты оценки скорректированной модифицированной модели представлены в Таблице 9.

В результате анализа оценок модели были получены следующие выводы. Во-первых, обнаружилось высокая значимость и большие значения постоянной части дивидендов. Оценки свободного члена для всех стран за исключением Польши значимы и больше нуля. Особое внимание стоит обратить, что свободный член имеет высокие размеры: если соотнести размер свободного

члена, оценённого в скорректированной модифицированной модели Линтнера, с целевой долей дивидендов от чистой прибыли, оценённого в модели Линтнера, то первые значения приблизительно равны или превосходят вторые (Иллюстрация 1). Таким образом, модифицированная модель Линтнера свидетельствуют о высокой консервативности дивидендной политики компании: не смотря ни на какие сложности или успехи компании изначально закладывают высокие дивидендные выплаты, сопоставимые с целевым уровнем выплат дивидендов от чистой прибыли.

Иллюстрация 1 Сопоставление свободного члена модифицированной модели Линтнера

	Отношение свободного члена/ к к среднему значению чистой прибыли	Целевая доля дивидендов от чистой прибыли, модель Линтнера
Бразилия	38,0%	39%
Китай	15,6%	28%
Индия	17,8%	17%
Польша	7,6%	7%
Россия	14,1%	5%
ЮАР	42,1%	-11%
Турция	52,7%	57%

Во-вторых, обнаружилось слабое влияние прошлой дивидендной политики на текущую дивидендную политику. Так только для 2 стран (Бразилии и Китая) оценка коэффициента перед дивидендами значимая, при этом меньше нуля. Для всех остальных стран оценки незначимы, при этом знаки коэффициента меньше нуля. Таким образом, учитывая, что в 5 странах из 7 коэффициент не значим, Гипотеза № 2 о том, что «*Прошлые дивидендные выплаты влияют на дивидендную политику*» отвергается.

В-третьих, обнаружилось сильное влияние прошлых результатов на дивидендную политику. В большинстве оценка коэффициента перед чистой прибылью года, за который выплачивается дивиденд, оказалась значимой и

большой нуля. Данные результаты согласуются с предыдущими исследованиями [(Kurniasih, et al., 2011), (Dhanani, 2005)]. Таким образом, результаты компании влияют на выплату дивидендов.

В-четвертых, с помощью оценок модифицированной модели Линтнера нельзя сделать однозначного вывода о влиянии жизненного цикла на дивидендную политику компаний. Для всех стран за исключением Бразилии, оценки коэффициента перед операционным денежным потоком оказались незначимы, но больше нуля. Для Бразилии, Индии, Польши оценки коэффициента перед квадратом операционного денежного потока оказались значимы, при этом для Бразилии и Индии меньше нуля, а для Польши нуля. Таким образом, только для Бразилии оба коэффициента значимы и согласуются с ожидаемым влиянием. Тем не менее, для большинства рассматриваемых стран оценки коэффициентов незначимы, поэтому нельзя утверждать, что на развивающихся рынках капитала стадия жизненного цикла влияет на дивидендную политику. При этом стоит отметить, что, так как рассматриваемые компании работают, во-первых, в развивающихся экономиках, а, во-вторых, направляют большие денежные средства на инвестиции, о чем было сказано при анализе описательных статистик, то можно предположить, что компании находятся на стадии роста, и полноценные выводы о влиянии жизненного цикла стоит делать при исследовании выборке развивающихся и развитых стран.

В-пятых, подтвердилась гипотеза о влиянии будущих ожиданий на дивидендную политику. При этом особенно сильно проявляются ожидания будущих инвестиций: для 4 стран из 7 рассматриваемых уровень ожиданий будущих инвестиций значим, при этом для Бразилии, России, Турции коэффициент отрицательный. Для остальных стран коэффициент перед ожиданиями будущих инвестиций незначим, однако имеет отрицательный знак. Таким образом, будущие инвестиции, являются оттоком и, несмотря на то, что будут произведены, в будущем влияют на дивидендные выплаты сегодня.

Ожидания прибыли значимы только для России, однако для большинства стран знак коэффициента является положительным. Таким образом, ожидания будущего оказывают особое значимое влияние для Российских компаний.

3.3. Совмещение результатов двух рассматриваемых моделей

Прежде всего, стоит обратить внимание на стабильность результатов. Для модели Линтнера практически все коэффициенты значимы (за исключением свободного члена для Турции, и коэффициента перед прибылью для Украины). Однако размер доли целевого дивиденда от чистой прибыли и скорость конвергенции имеют высокий разброс: первый показатель от -11% до 57%, второй – от 55% до 112%.

Оценки модифицированной модели нестабильны и значимые факторы зависят от выбора страны. При этом все коэффициенты за исключением свободного члена имеют как положительный, так и отрицательный знак опять же в зависимости от выбора страны.

Такие нестабильные результаты свидетельствуют, во-первых, о том, что существуют индивидуальные особенности дивидендной политики, присущие каждой стране. Во-вторых, нестабильность результатов, может сигнализировать о том, что стоит продолжить поиск факторов, характеризующих мотивы дивидендной политики, при этом стоит продолжить поиск факторов, которые будут характеризовать прошлые результаты компаний с одной стороны, с другой стороны – ожидания будущих оттоков и притоков денежных средств.

Если же рассматривать общие тенденции, то стоит выделить следующие особенности. Во-первых, компаниям рассматриваемой выборки присущ консерватизм в вопросах дивидендной политики, что подтверждают высокая значимость и относительно большие значения свободного члена модифицированной модели Линтнера. Во-вторых, компании стремятся увеличивать дивидендные выплаты, так как свободный член модели Линтнера



больше нуля. В-третьих, компании весьма осторожно принимают дивидендные решения, и изменяют размер дивидендов, только если уверены, что в будущем смогут заплатить данный дивиденд, о чем свидетельствует незначимость уровня долга, значимость ожидания от будущих результатов компании и будущих притоков и оттоков денежных средств.

Три вышеперечисленных вывода присущи странам с развитой экономикой. Отличительная особенность дивидендной политики компаний с развивающихся рынков капиталов - это короткие горизонты планирования дивидендной политики и низкая доля выплат дивидендной от чистой прибыли. Так высокие коэффициенты конвергенции в модели Линтнера (около 80%), свидетельствуют о том, что компании развивающихся рынков быстро подстраивают свои дивидендные выплаты к целевым. Низкие доли выплат дивидендов от чистой прибыли объясняются тем, что компании находятся на развивающихся рынках капитала, а, соответственно, имеют хорошие инвестиционные возможности. Поэтому компании реинвестируют большую часть чистой прибыли.

Заключение

Существуют различные теории, объясняющие мотивы дивидендной политики. В работе были выделены 5 теорий:

- Теория «синицы в руках», в которой предполагается, что инвесторы предпочитают дивиденды рисковому приросту стоимости в будущем (Gordon, 1963)
- Сигнальная теория, в которой выплата дивидендов несет информацию о качестве компании и ее будущих перспективах (Bhattacharya, 1979)
- Агентская теория, которая базируется на предположении о том, что выплаты дивидендов дисциплинируют менеджеров и заставляют работать их в интересах акционеров (Jensen, 1986)
- Клиентская теория, в которой инвесторы с низкими налоговыми ставками предпочитают дивиденды (Lakonishok, и др., 1986)
- Поведенческая теория, в которой показывается, что дивиденды выплачиваются ввиду особого восприятия инвесторами (Shefrin, и др., 1984).

Исследования на основе опросов лиц, принимающих решения в области дивидендной политики, находят подтверждения сигнальной (Baker, и др., 2007) и агентской (Dhanani, 2005) теории, но не обнаруживают весомых доказательств теории синицы в руках, клиентской теории (Brav, и др., 2005). Также в результате анализа опросов было выявлено, что менеджеры при принятии решений ориентируются на прошлые дивидендные выплаты, результаты работы компании.

Исследования дивидендной политики на развивающихся рынках капитала выявили отличительной особенности дивидендной политики: во-первых на развивающихся рынках капитала низкая доля выплат дивидендов от чистой прибыли (Ahmed, и др., 2009), ввиду высокой инвестиционной активности

компаний, требующей финансирования. Во-вторых, низкие горизонты планирования, ввиду более высоких рисков по сравнению с развитыми странами (Пирогов, и др., 2011).

В рамках данной работы были эмпирически проверены две модели. Первая модель – модель Линтнера (Lintner, 1956) - признана одной из лучших модели в области дивидендной политики (Shlomo, и др., 1997). Вторая – разработанная в рамках исследования - модифицированная модель Линтнера, в которой были учтены прошлое и будущее компании. В качестве прошлого рассматривались предыдущие дивидендные выплаты и результаты работы (чистая прибыль). В качестве характеристик будущего рассматривались стадия жизненного цикла, структура капитала, финансовая устойчивость, ожидания менеджеров будущей чистой прибыли и инвестиций. Первые три показателя рассматривались в качестве текущих характеристик, т.к. они медленно меняются во времени. Ожидания менеджеров относительно будущей чистой прибыли и инвестиций оценивались с помощью отдельных моделей.

В результате эконометрического анализа на выборке, в которой представлены компании из таких развивающихся стран как Бразилия, Индия, Китай, Россия, ЮАР, Польша, Турция, Украина, были сделаны следующие выводы. Во-первых, компании весьма консервативны в отношении решений о дивидендной политике, т.к. модели показали значимость постоянных членов. Во-вторых, менеджеры стремятся просигнализировать с помощью дивидендной политики о будущих перспективах компании, т.к. модель оказалась применимой для рассматриваемых стран. В-третьих, менеджеры стремятся увеличивать дивиденды, т.к. свободные члены в модели Линтнера значим и больше нуля. В-четвертых, при принятии решений о дивидендах менеджеры ориентируются на прошлые результаты, а также особое внимание обращают на ожидаемые будущие оттоки и притоки денежных средств. Таким образом, дивиденды один из немногих показателей отчетности, в которой представлены объективные



показатели, которые зависят от будущих перспектив компании. Именно, благодаря данному свойству, инвесторы уделяют пристальное внимание информационному контенту, сопровождающему выплату дивидендов. В-шестых, дивидендная политика развивающихся стран имеет короткие горизонты планирования и низкую долю дивидендных выплат от чистой прибыли, ввиду более высоких рисков, присущих развивающимся странам, и высокой инвестиционной активности компаний.

Стоит отметить, что результаты оценки модели зависят от страны, что с одной стороны свидетельствует о страновых различиях, с другой стороны, может сигнализировать о несовершенстве модели, а, следовательно, стоит продолжить поиски факторов, в особенности факторов, которые более объективно могут отражать будущие перспективы компаний.

Список литературы

1. Ahmed Hafeez и Javid Attiya Y. The Determinants of Dividend Policy in Pakistan [Статья] // International Research Journal of Finance and Economics. - 2009 г.. - 29. - стр. 110-25.
2. Aivazian V., Booth L. и Cleary S. Dividend policy and the organization of capital markets [Статья] // Journal of Multinational Financial Management. - 2003 г.. - 13 : Т. 2. - стр. 101-121.
3. Aivazian V., Booth L. и Cleary S. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms? [Статья] // Journal of Financial Research. - 2003 г.. - 26 : Т. 3. - стр. 371-387.
4. Al-Kuwari Duha Are Large Shareholders Conducting Influential Monitoring in Emerging Markets? An Investigation into the Impact of Large Shareholders on Dividend Decisions: The Case of Kuwait. [Статья] // Research in World Economy. - 2012 г.. - 3 : Т. 2. - стр. 52-67.
5. Andres C. [и др.] Dividend policy of German firms. A panel data analysis of partial adjustment models [Статья] // Journal of Empirical Finance. - 2009 г.. - 16 : Т. 2. - стр. 175-187.
6. Arellano M Bond S Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations [Статья] // Review of Economic Studies. - [б.м.] : Review of Economic Studies, 1991 г..
7. Baker H. K. [и др.] The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence [Статья] // INTERNATIONAL JOURNAL OF MANAGERIAL FINANCE. - 2007 г.. - 3 : Т. 1. - стр. 70-91.
8. Baker H. K., Mukherjee, T.K., Paskelian, O.G. How Norwegian managers view dividend policy [Статья] // Global Finance Journal. - 2006 г.. - 17 : Т. 1. - стр. 155-76.
9. Baker H. Kent и Veit E. Factors Influencing Dividend Policy Decisions of NASDAQ Firms [Статья] // Financial Review. - 2001 г.. - 36 : Т. 3. - стр. 19-37.
10. Baker H.K., Farrelly G.E. и Edelman R.B. A Survey of Management Views on Dividend Policy [Статья] // Financial Management. - 1985 г.. - 14 : Т. 3. - стр. 78-84.
11. Baker H.K., Powell, G. E. How Corporate Managers View Dividend Policy [Статья] // Quarterly Journal of Business and Economics. - 1999 г.. - 38 : Т. 2. - стр. 17-35.
12. Baker H.K., Smith, D.M. In Search of a Residual Dividend Policy [Статья] // Review of Financial Economics. - 2006 г.. - 15 : Т. 1. - стр. 1-18.
13. Bhattacharya S., Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy [Статья] // Bell Journal of Economics. - 1979 г.. - 10 : Т. 1. - стр. 259-270.
14. Brav A. [и др.] Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut [Статья] //

Financial Management. - 2008 г.. - 37 : Т. 4. - стр. 611-624.

15. Brav A. [и др.] Payout policy in the 21st century [Статья] // Journal of Financial Economics. - 2005 г.. - 77 : Т. 3. - стр. 483-527.

16. Brealey и Meyers Principles of Corporate Finance [Книга]. - [б.м.] : The McGraw-Hill Companies, 2003. - Seventh Edition : стр. 1001-1002.

17. Dhanani A. Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers [Статья] // Journal of Business Finance and Accounting. - 2005 г.. - 32 : Т. 7-8. - стр. 1625-72.

18. Easterbrook F., Two agency-cost explanation of dividends [Статья] // American Economic Review. - 1984 г.. - 74. - стр. 650-659.

19. Frankfurter G.M. и Wood Jr. B., Dividend policy theories and their empirical tests [Статья] // Int. Rev. Financial Anal.. - 2002 г.. - 11. - стр. 111-138.

20. Gordon M.J. Optimal investment and financing policy [Статья] // Journal of Finance. - 1963 г.. - 18 : Т. 2. - стр. 264-272.

21. Goshen Z., Shareholder dividend options [Статья] // Yale Law Journal. - 1995 г.. - 104. - стр. 881-932.

22. Graham B. и Dodd D.L., Security Analysis [Книга]. - New York : McGraw-Hill, 1934.

23. Jensen M., Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers [Статья] // American Economic Review. - 1986 г.. - 76. - стр. 323-29.

24. John K. и Williams J., Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium [Статья] // Journal of Finance. - 1985 г.. - 40 : Т. 4. - стр. 1053-1070.

25. Kurniasih A. [и др.] Corporate Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from Indonesia Stock Exchange (IDX) 2001-2008 [Статья] // International Research Journal of Finance & Economics. - 2011 г.. - стр. p. 70-83.

26. La Porta R. [и др.] Law and finance [Статья] // Journal of Political Economy. - 1998 г.. - 106. - стр. 1113-1155.

27. Lakonishok J. и T. Vermaelen Tax-induced Trading around Ex-dividend Days [Статья] // Journal of Financial Economics. - 1986 г.. - 16. - стр. 287-319.

28. Lintner J. Distribution of Incomes Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes [Статья] // American Economic Review. - 1956 г.. - 46 : Т. 2. - стр. 97-113.

29. Liu L. и Shan L., What is dividend premium? [Статья] // Financial Management Association annual meeting Online conference proceedings. - 2007 г..

30. Mileva E. Using Arellano-Bond Dynamic Panel GMM Estimators in Stata [Книга]. - [б.м.] :

Fordham University, 2007.

31. Miller M. и Modigliani F., Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares [Статья] // The Journal of Business. - 1961 г.. - 34 : Т. 4. - стр. 411-433.
32. Morck R. и Yeung B., Dividend taxation and corporate governance [Статья] // Journal of Economic Perspectives. - 2005 г.. - 19. - стр. 163–180.
33. P´erez-Gonz´alez F., Large Shareholders and Dividends: Evidence from U.S. Tax Reforms [Статья] // Working Paper (Graduate School of Business, Columbia University). - 2003 г..
34. Pourheydari O. A survey of management views on dividend policy in Iranian firms [Статья] // INTERNATIONAL JOURNAL OF ISLAMIC AND MIDDLE EASTERN FINANCE AND MANAGEMENT. - 2009 г.. - 2 : Т. 1. - стр. 20-31.
35. Reddy Y. Subba и Rath Subhrendu Disappearing Dividends in Emerging Markets? Evidence from India [Статья] // Emerging Markets Finance and Trade. - November-December 2005 г.. - 41 : Т. 6. - стр. 58-82.
36. Robinson C.J. International perspectives on corporate finance: The lintner model and dividend policy among publicly listed firms in Barbados [Статья] // Savings and Development. - 2005 г.. - 29 : Т. 2. - стр. 155-168.
37. Shefrin H.M. и Statman M., EXPLAINING INVESTOR PREFERENCE FOR CASH DIVIDENDS [Статья] // Journal of Financial Economics. - 1984 г.. - 13. - стр. 253-282..
38. Shlomo B., Michaely R. и Thaler R. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? [Статья] // Journal of Finance. - 1997 г.. - 52 : Т. 3. - стр. 1007-1034.
39. Walter J.E. Dividend policy: its influence on the value of the enterprise [Статья] // Journal of Finance. - 1963 г.. - 18 : Т. 2. - стр. 270-291.
40. Wang X., Manry D. и Wandler S. The impact of government ownership on dividend policy in China [Статья] // ADVANCES IN ACCOUNTING. - 2011 г.. - 27 : Т. 2. - стр. 366-372.
41. Коваль Л. Железные планы [Статья] // Ведомости. - 14 декабрь 2012 г.. - 238. - стр. 6.
42. Макарова Е. А. Сравнение подходов исследования дивидендной политики компаний развитого и развивающегося рынков капитала [Статья] // Электронный журнал Корпоративные Финансы. - 2010 г.. - № 1 (13). - стр. 95–105.
43. Монография Под науч. ред. И.В. Ивашковской. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала) [Книга]. - Москва : ИНФРА-М, 2011.
44. Пирогов Н.К. и Волкова Н.Н. Дивидендная политика компаний на развивающихся

рынках [Статья] // Электронный журнал Корпоративные Финансы. - 2009 г.. - № 4 (12). - стр. 57-78.

45. Пирогов Н.К. и Кравчук Д.В. Модель Линтнера: пример развивающихся рынков капитала [Статья] // Электронный ЖУРНАЛ "Корпоративные финансы". - 2011 г.. - 4 (20). - стр. 5-11.

46. Полугодина В. В. и Репин Д. В. Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний [Статья] // Электронный журнал Корпоративные Финансы. - 2009 г.. - № 3 (11). - стр. 20–35.

47. Товкайло М., Плотонова О. и Фомченко Д. По иностранному счету [Статья] // Ведомости. - 14 май 2013 г.. - 81 (3343). - стр. 4.

Приложение 1. Описательные статистики выборок стран

Таблица 4 Описательная статистика выборок с разбивкой по странам

Переменная	Обозначение	Бразилия					Китай					Индия					Переменная
		Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	
Чистая прибыль	NI	1103	316,5	1444,9	-1383,2	19184	6079	103,1	701,1	-2197,8	20685,8	1873	133,2	404	-1791	5172,7	Чистая прибыль
Дивиденды	DIV	1300	122,7	521,6	0	9062,5	7100	32,7	292,3	0	9795,5	2620	29,9	125,3	0	2588,4	Дивиденды
ЕБИТДА	EBITDA	700	955,9	2943,9	-112,4	32665	3821	332,9	1899,3	-875,3	44867,4	1618	263	682,9	-640,8	9096,7	ЕБИТДА
Инвестиции	INV	662	558,7	2815,4	0	45078	3905	247,1	1410,6	0	38288,6	1598	176,3	457,2	0	6185,4	Инвестиции
Денежный поток от опережати	OCF	583	404,5	690,9	-614,2	7446,7	2999	99	350,3	-5314,4	9487,4	1350	104,8	283	-2676,9	3293,4	Денежный поток от опережати
Долг	Debt	704	1370,9	3843,5	0	60588	3914	307,6	1276,9	0	26416,2	1628	426,7	1106,6	0	13366,9	Долг
Собственный капитал	Equity	704	4625,4	14433,7	14,9	248095	3914	2075,7	8739,2	11,8	231442,3	1628	1465,9	3421,6	2	45249,1	Собственный капитал
Отношение долга к собственному капиталу	Debt /Equity	704	0,287	0,241	0	1,701	3914	0,128	0,204	0	2,544	1628	0,414	0,497	0	8,228	Отношение долга к собственному капиталу

Польша

Россия

ЮАР

Переменная	Обозначение	Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	Переменная
Чистая прибыль	NI	361	147,2	988	-1054,5	18264,7	495	1002,8	3197,3	-5952	31908,3	727	197,2	452,5	-1977,8	5204,7	Чистая прибыль
Дивиденды	DIV	420	66,5	598	0	11978	720	171,1	562,4	0	6594	800	82,8	184,3	0	1742,7	Дивиденды
ЕБИТДА	ЕБИТДА	251	743,6	6521,2	-11,6	103148,9	412	2203,5	5599,3	-337	62707,7	640	400,5	741,8	-293,2	6498,2	ЕБИТДА
Инвестиции	INV	251	360,2	2863,7	0,2	45208,2	389	1218,3	3252,5	0,1	34348,9	648	194,1	382,3	0	3338,2	Инвестиции
Денежный поток от опереят-ти	OCF	197	195,9	402,9	-71,1	2234,1	336	1209,7	2969,4	-222,4	40451,6	561	211	340,7	-865,3	4515,9	Денежный поток от опереят-ти
Долг	Debt	241	257,1	619,3	0	3510,9	424	1673,1	4699,4	0	39974,5	645	313,2	637,6	0	4208,4	Долг
Собственный капитал	Equity	241	5422	52066,7	21,5	808442,8	424	10119,8	27879,3	0,7	265649,2	645	1946,1	2644,4	21,6	19725,4	Собственный капитал
Отношение долга к собственному капиталу	Debt /Equity	241	0,123	0,177	0	1,453	424	0,183	0,301	0	4,575	645	0,15	0,233	0	1,545	Отношение долга к собственному капиталу

Переменная	Обозначение	Турция					Украина										
		Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс	Кол-во	Ср. Знач.	Ст. Откл.	Мин	Макс						

Чистая прибыль	NI	330	142,6	272	- 316,2	1928,3	141	64,1	126,2	- 296,6	681,4
Дивиденды	DIV	360	76,2	243,9	0	2126	160	20,8	70,4	0	505
ЕБИТДА	EBITDA	241	317,8	522,5	-31,7	3165,6	101	158,6	202,5	- 156,7	913,4
Инвестиции	INV	229	144,2	222,3	0	1496,7	69	68,2	103,4	0	515,7
Денежный поток от опер деят-ти	OCF	189	192,9	265,4	- 235,9	1432,8	80	67	160,1	-676	626,1
Долг	Debt	255	230,3	382	0	2229,3	92	85,9	129,4	0	671,3
Собственный капитал	Equity	255	1844, 1	2040, 3	64,3	9396,6	92	963,6	864,3	128,8	4726,3
Отношение долга к собственному капиталу	Debt /Equity	255	0,108	0,125	0	0,798	92	0,103	0,13	0	0,603

Приложение 2. Оценка модифицированной модели Линтнера

Таблица 5 Оценка модели прогноза прибыли

NI_{it+1}^{exp}	const	NI_{it}	NI_{it-1}	INV_{it}	INV_{it-1}	N obs	N groups
Бразилия	242.74***	.176*	.742***	0,097	-0,199	279	86
Китай	108.08***	.293***	-0,049	-.243***	.485***	1731	520
Индия	69.10***	.389***	-0,091	.207***	.212***	831	207
Польша	237.53***	-.246**	-.284***	.437***	-0,123	121	30
Россия	698.15***	.343**	0,205	0,015	0,142	180	52
ЮАР	211.32***	-0,089	-0,090	0,113	.327**	366	70
Турция	182.29***	0,160	-0,142	0,025	0,095	115	33
Украина	2,23	-0,272	0,129	-0,055	0,467	16	11

Таблица 6 Оценка изначальной модели прогноза инвестиций

INV_{it+1}^{exp}	const	OCF_{it}	OCF_{it}^2	INV_{it}	INV_{it-1}	N obs	N groups
Бразилия	164.892**	0.332**	-0.000***	0,076	0,104	176	76
Китай	137.946***	-0.032*	-0.000***	0.135***	-0,043	1139	404
Индия	13,093	0,035	0.000**	0.873***	0,067	673	182

Польша	-8,69	0.241*	0	0.693***	-0,013	73	22
Россия	172,769	0.521***	-0.000*	0.375***	0,065	115	41
ЮАР	117.775***	-0,029	0	0,121	0,073	288	63
Турция	112.523***	-0,093	0	0.573***	-0.273**	72	26
Украина	недостаточно наблюдений						

Таблица 7 Оценка скорректированной модели прогноза инвестиций

INV_{it+1}^{exp}	const	OCF_{it}	OCF_{it}^2	INV_{it}	N obs	N groups
Бразилия	154.566***	0.295**	-0.000**	0,055	261	94
Китай	123.584***	-0.027*	-0.000***	0.125***	1475	465
Индия	20.418*	0.164***	0	0.889***	859	197
Польша	-6,814	0,142	0.000*	0.811***	99	28
Россия	43,474	0.603***	-0.000**	0.439***	157	48
ЮАР	135.210***	-0,046	0	0,077	351	68
Турция	75.434***	-0,137	0	0.587***	97	28
Украина	94.262***	0,2	0	-0.310*	13	9

Таблица 8 Оценка модифицированной модели Линтнера

$D_{it} =$	const	D_{it-1}	NI_{it}	OCF_{it}	OCF_{it}^2	$\frac{Debt_{it}}{EBITDA_{it}}$	$\left(\frac{Debt_{it}}{EBITDA_{it}}\right)^2$	$\frac{Debt_{it}}{EQ_{it}}$	$\left(\frac{Debt_{it}}{EQ_{it}}\right)^2$	NI_{it+1}^{exp}	INV_{it+1}^{exp}	N	N groups
Бразилия	428.153***	-0.258***	0,043	0.548**	-0.000*	-2,252	3,40E-02	-40,253	2,35E+01	0,086	-1.740**	178	77
Китай	15.212**	-0.077*	0.169***	0	0	-0,05	1,00E-03	-8,335	2,67	0,018	-0,013	1133	403
Индия	24.919***	-0.262***	0.078***	0,013	-0.000**	0,008	0	-3,69	0,439	-0,021	0.024*	674	182
Польша	-10,37	0,351	0.131*	-0,067	0.000***	32.005*	-4,523	-88,019	13,393	-0,022	0,021	70	21
Россия	145.781**	-0,072	0.073*	0,097	0	-7,599	0,095	-14,857	32,861	0,108	-0,164	117	42
ЮАР	98.387**	-0,077	-0,012	0,031	0	1,01	-0,47	-68,106	51,633	4,10E-02	-0,221	284	63
Турция	72.828*	-0,043	0.315***	-0,047	0	2,713	-0,192	-28,034	-12,969	-1,30E-02	-0.225**	73	26
Украина	недостаточно наблюдений												

Таблица 9 Оценка скорректированной модифицированной модели Линтнера

$D_{it} =$	const	D_{it-1}	NI_{it}	OCF_{it}	OCF_{it}^2	NI_{it+1}^{exp}	INV_{it+1}^{exp}	N	N groups
Бразилия	419.274***	-0.254***	0,045	0.556**	-0.000*	0,083	-1.767**	180	77
Китай	16.043**	-0,069	0.169***	0	0,00E+00	0,014	-0,024	1137	404
Индия	23.758***	-0.262***	0.078***	0,013	-0.000**	-0,02	0.023*	674	182
Польша	11,222	0,285	0.169***	-0,088	0.000***	-0,046	-0,003	73	22
Россия	141.080***	-0,054	0,065	0,099	0,00E+00	0.112*	-0.172*	117	42
ЮАР	83.033*	-0,082	-0,015	3,10E-02	0,00E+00	5,70E-02	-1,90E-01	288	63
Турция	75.216**	-0,039	0.316***	-5,30E-02	0,00E+00	-2,20E-02	-0.244**	73	26
Украина	недостаточно наблюдений								