

## Секция «Государственное и муниципальное управление»

### Тестирование дивидендной теории удовлетворения предпочтений инвесторов на российском рынке

*Зальцман Александр Александрович*

*Аспирант*

*НИУ ВШЭ, экономика, Москва, Россия*

*E-mail: azaltsman@yandex.ru*

В работе Modigliani, Miller (1961) [10] впервые были подробно рассмотрены теоретические аспекты дивидендных выплат компаний. Введя несколько предпосылок, описывающих идеальный рынок, авторы аналитически показали, что дивидендная политика фирмы не влияет на ее стоимость. В дальнейшем для объяснения существующих в реальности дивидендных выплат было выдвинуто несколько теорий (теория клиентуры, сигнальная теория, агентская теория), однако ни одно из этих объяснений не было исчерпывающим. Факт выплаты значительных денежных дивидендов, как заключает Black (1976) [6], оставался загадкой.

Новый подход к проблеме предлагает теория удовлетворения предпочтений инвесторов (catering theory) (Baker, Wurgler, 2004a [4]). Основная идея заключается в том, что менеджеры компании строят дивидендную политику, ориентируясь на текущие предпочтения нерациональной группы инвесторов относительно выплаты или невыплаты дивидендов, объясняемые не объективными факторами, а «настроением» инвесторов на рынке. Таким образом, в основе теории лежат поведенческие аспекты.

Эмпирическое тестирование в оригинальной статье проводится на рынке США. Для описания предпочтений инвесторов вводится показатель "дивидендная премия" – разность логарифмов среднего отношения рыночной стоимости к балансовой стоимости собственного капитала ( $MV/BV$ ) плательщиков и неплательщиков дивидендов для каждого года. Реакция менеджеров оценивается по изменениям доли компаний, начинающих выплату дивидендов, а также продолжающих ее. Теория находит развитие в подтверждении влияния дивидендной премии и на другие зависимые переменные: склонность к выплатам [5], коэффициент дивидендных выплат [11], вероятность увеличения/снижения дивидендов, размер увеличения/снижения, избыточную доходность в день объявления размера дивиденда [9].

Однако рассматриваемая теория подтверждается не во всех исследованиях, особенно межстрановых [7, 12]. Возможное объяснение этого было предложено в работе Ferris et al. (2009) [8], в которой показано, что желание менеджеров удовлетворять нерациональные предпочтения инвесторов сильно зависит от правовой системы. Авторы делают вывод, что catering theory работает в первую очередь в странах англо-саксонского права, тогда как в странах романо-германского права теория почти не находит подтверждения. Это объясняется тем, что миноритарные акционеры в странах англо-саксонского права лучше защищены и имеют больше прав.

Ввиду того, что, как показано в нескольких исследованиях [1, 2, 3], традиционные теории о факторах, влияющих на дивидендную политику, слабо применимы к российским компаниям, данная работа ставит целью проверить catering theory в России.

Усреднение в расчете дивидендной премии проводится тремя способами: с помощью среднего арифметического, взвешивания по  $BV$  (следуя Baker, Wurgler, 2004a [4]), а так-

же с помощью взятия медианы. В качестве зависимых переменных используются: доли компаний, начинающих выплату дивидендов, продолжающих ее, платящих дивиденды, повышающих дивиденды, снижающих дивиденды; относительные размеры повышения и снижения дивидендов; коэффициент дивидендных выплат. Изменения дивидендов рассчитываются как номинальные, так и реальные. Доли компаний, изменяющих дивиденды, отдельно рассчитываются с учетом и без учета начала/прекращения выплат. Тестирование зависимостей проводится с использованием простой линейной регрессии, а также U-критерия Манна-Уитни при делении выборки на годы с положительной и отрицательной дивидендной премией.

Выборка состоит из 284 компаний, обыкновенные акции которых котировались на ММВБ в 2003-2010 гг. на протяжении хотя бы одного года, и по которым есть необходимая информация. Данные о дивидендах и чистой прибыли собирались из ежеквартальных отчетов эмитентов, а также их отчетности по МСФО. Показатель MV/BV взят из базы данных Bloomberg.

Эмпирическое тестирование показало, что теория в общем не применима к российскому рынку, хотя отмечается статистически значимое негативное влияние дивидендной премии на долю компаний, снижающих дивиденды, а также на размер снижения.

Данные результаты еще раз показывают, что дивидендная политика в России слабо объясняется рыночными факторами, и, по-видимому, ее детерминанты следует искать, обращая более пристальное внимание на особенности отдельных компаний, а именно на интересы их контролирующих акционеров. Кроме того, полученные результаты могут служить косвенным подтверждением слабой защищенности прав миноритарных акционеров в России и игнорирования их интересов при принятии решений.

## Литература

1. Зальцман А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – 1. – с. 233-241.
2. Пирогов Н.К., Волкова Н.Н. Дивидендная политика компаний на развивающихся рынках // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2009. – 4(12). – с. 57-77.
3. Шагалеева Г.Б. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. – М., 2011. – 27с.
4. Baker, M., Wurgler, J. A Catering Theory of Dividends // The Journal of Finance. – 2004. – 3(59). – pp. 1125-1165.
5. Baker, M., Wurgler, J. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives // Journal of Financial Economics. – 2004. – 2(73). – pp. 271-288.
6. Black, F. The dividend puzzle // Journal of Portfolio Management. – 1976. – 2. – pp. 5-8.
7. Denis, D., Osobov, D. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // Journal of Financial Economics. – 2008. – 1(89). – pp. 62-82.

8. Ferris, S., Jayaraman, N., Sabherwal, S. Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence // *Journal of Banking & Finance*. – 2009. – 9(33). – pp. 1730-1738.
9. Li, W., Lie, E. Dividend changes and catering incentives // *Journal of Financial Economics*. – 2006. – 2(80). – pp. 293-308.
10. Miller, M., Modigliani, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares // *Journal of Business*. – 1961. – 4(34). – pp. 411-433.
11. Neves, E., Pindado, J., Torre, C. Dividends: New evidence on the catering theory // Working paper. – 2006. [http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt\\_14\\_06.pdf](http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_14_06.pdf)
12. Von Eije, J.H., Megginson, W.L. Dividend Policy in the European Union. *Journal of Financial Economics*. – 2008. – 2(89). – pp. 347-374.