

Влияние корпоративного управления на дивидендные выплаты компаний российского фондового рынка

Щукина Полина Олеговна

polina.schuckina@yandex.ru

После проведения экономических реформ в 1990-х годах российским компаниям была поставлена задача адаптироваться к международным стандартам корпоративного управления [9]. В связи с этим разрабатываются законодательные инициативы, направленные на совершенствование практик в этой области. Ярким примером такого подхода является Кодекс корпоративного управления (ККУ), разработанный Банком России с целью повышения эффективности функционирования отечественных компаний и защиты прав акционеров. Этот Кодекс носит рекомендательный характер и был обновлён в 2014 году. В середине 2023 года было объявлено о возможном его обновлении [10].

Существует две теоретические модели, объясняющие связь корпоративного управления с дивидендными выплатами: модель результата и модель замещения, предполагающие положительную и отрицательную связь соответственно [6]. Согласно модели результата, выплата дивидендов является следствием сильной защиты интересов акционеров [6]. Корпоративное управление представляет собой совокупность механизмов, ориентированных на обеспечение инвесторам соответствующего дохода на вложенный капитал [2, 8]. Корпоративное управление направлено на обеспечение прав акционеров и контроль над процессами принятия решений и действиями управленческого персонала [1]. Согласно модели замещения, выплата дивидендов выступает замещающим механизмом правовой защиты и компенсацией недостатков корпоративного управления. Компании со слабым корпоративным управлением выплачивают дивиденды, чтобы создать положительную репутацию у акционеров для привлечения капитала на выгодных условиях в будущем [6]. Выплата дивидендов смягчает конфликт интересов между менеджерами и акционерами, компенсируя недостатки корпоративного управления [4, 7]

Характеристики развитых и развивающихся стран могут отличаться по степени защищенности интересов инвесторов и корпоративному управлению [5]. В развивающихся рынках, где защита прав инвесторов зачастую оказывается недостаточной, акционеры нередко сталкиваются с проблемами выплаты дивидендов. Это происходит на фоне слабо развитой правовой системы и корпоративных механизмов, которые предоставляют ограниченную защиту для миноритарных акционеров. В этой связи на российском рынке могут быть сформулированы гипотезы в рамках концепции «модели замещения». Ключевой особенностью российского рынка является присутствие компаний с государственным участием, которые с 1 июля 2021 года обязаны выплачивать в виде дивидендов не менее 50% [3] своей скорректированной чистой прибыли.

Целью данной работы выступает оценка влияния характеристик корпоративного управления на дивидендные выплаты компаний. Рассматриваемый горизонт времени: 2010-2022 гг. Собрана информация по 33 компаниям российского фондового рынка со следующими свойствами:

- Систематически входили в индекс МосБиржи (>4 раз)
- Имеют дивидендную историю
- Нефинансовые компании
- Рассматриваются обыкновенные акции

Характеристики корпоративного управления включали в себя гендерное разнообразие, доля независимых директоров, размер Совета директоров, постоянство

Совета директоров (доля директоров, оставшихся в Совете относительно предыдущего года) и др. В рамках работы также была предложена методика учета степени следования рекомендациям Банка России по корпоративному управлению (Кодекс корпоративного управления, ККУ) через индекс Герфиндаля-Хиршмана, что является новизной исследования. В качестве регрессантов взяты дивидендная доходность и дивиденд на одну акцию.

По итогам построения регрессионных моделей с фиксированными и случайными эффектами были получены следующие результаты:

- 1) Независимые директора могут видеть в реинвестировании прибыли большую ценность для долгосрочного роста компании, чем в выплатах дивидендов, что может привести к более низкой дивидендной доходности компании. При увеличении доли независимых директоров на 10 процентных пунктов, дивидендная доходность снижается в среднем на 0,4 процентных пунктов.
- 2) Большой (с точки зрения количества) совет директоров приводит к падению дивиденда на одну акцию (соответствует теории замещения), что связано с ухудшением координационных процессов внутри Совета при его разрастании.
- 3) При росте степени следования рекомендациям Банка России по корпоративному управлению на 0,1 дивидендная доходность растет в среднем на 0,4 процентных пункта. Степень следования рекомендациям Банка России может выступать сигналом для инвестора о высокой дивидендной доходности у компаний, в большей степени следующих ему.

Для тестирования устойчивости полученных результатов на различных подвыборках и подпространствах был применён метод машинного обучения «случайный лес». Хотя каждое отдельное дерево демонстрирует низкое качество прогнозирования, что характеризуется высоким разбросом по Bias-Variance Decomposition (разница между моделью на подвыборке и средней моделью), объединение этих деревьев в ансамбль обеспечивает хорошую обобщающую способность, равную 62%, что является значительным улучшением по сравнению с 40% в регрессионных моделях. При этом характеристики корпоративного управления играют важную роль в процессе деления дерева.

Полученные результаты имеют большое значение для понимания влияния корпоративного управления как со стороны менеджмента компании, который определяет целевые показатели дивидендной политики (например, дивидендов на акцию), так и со стороны инвесторов, принимающих решения о покупке акций, основываясь на дивидендной доходности. Перспективным направлением для дальнейших исследований является более детальное изучение процессов корпоративного управления на российском рынке, включая такие аспекты, как перемещение директоров между компаниями или совмещение должностей, а также их влияние не только на дивидендную политику, но и на общую стоимость компании.

Список литературы

1. Adjaoūd F., Ben-Amar W. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? // Journal of Business Finance & Accounting. 2010. № 5–6 (37). С. 648–667.
2. Becht M., Bolton P., Roell A. Corporate governance and control // Handbook of the Economics of Finance. 2003. (1, Part 1). С. 1–109.
3. Berezinets I. V. [и др.]. Do board characteristics matter for the dividend policy of state-owned companies Evidence from Russia // International Journal of Business Governance and Ethics. 2023. № 2 (17). С. 196.
4. John K., Knyazeva A. Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance // LSN: Law & Finance: Empirical (Topic). 2006.
5. Mitton T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets // Emerging Markets Review. 2004. № 4 (5). С. 409–426.
6. Porta R. La [и др.]. Agency Problems and Dividend Policies around the World // The Journal of Finance. 2000. № 1 (55). С. 1–33.
7. Sawicki J. Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis // The European Journal of Finance. 2009. № 2 (15). С. 211–230.
8. Shleifer A., Vishny R. W. A Survey of Corporate Governance // The Journal of Finance. 1997. № 2 (52). С. 737–783.
9. Радыгин А. [и др.]. Реформирование унитарных предприятий в российской экономике: отраслевой и региональный аспекты // Научные труды Фонда «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара». 2004. (81).
10. Банк России задумался об обновлении Кодекса корпоративного управления // Интерфакс [Электронный ресурс]. URL: <https://www.interfax.ru/business/911629> (дата обращения: 24.01.2024).