

Влияние корпоративного управления на дивидендные выплаты компаний российского фондового рынка

Заявка № 1303081

После экономических реформ 1990-х, в том числе приватизации государственного имущества, перед российскими компаниями встала задача адаптации к мировым стандартам в сфере корпоративного управления [4]. Так, принимаются законодательные инициативы для улучшения практик корпоративного управления. Примером может служить Кодекс корпоративного управления (ККУ), который был разработан Банком России для повышения эффективности российских компаний и защиты прав акционеров и носит рекомендательный характер. Действующая редакция Кодекса появилась в России в 2014 году, и в середине 2023 года анонсировано возможное обновление Кодекса [5].

Дивидендная политика компании может служить индикатором эффективности ее корпоративного управления. Согласно «модели результата» (outcome model) выплата дивидендов является результатом эффективного корпоративного управления. Хорошо управляемые компании выплачивают дивиденды, так как такие выплаты сокращают возможности для присвоения средств со стороны менеджеров и происходит распределение свободного денежного потока в пользу дивидендов [3]. В «модели замещения» (substitute model) утверждается, что выплата дивидендов заменяет другие механизмы корпоративного управления. Плохо управляемые компании нуждаются в альтернативных средствах для создания репутации действий в интересах акционеров, если они намерены привлекать капитал от инвесторов в будущем.

Характеристики развитых и развивающихся стран могут отличаться по степени защищенности интересов инвесторов и корпоративному управлению [2]. В развивающихся рынках, где защита прав инвесторов часто слаба, акционеры сталкиваются с проблемами выплаты дивидендов, особенно в контексте недостаточно развитой правовой среды и корпоративных механизмов, предлагающих относительно мало защиты для миноритарных акционеров. В связи с этим на российском рынке будут выдвинуты гипотезы в рамках «модели замещения». Особенностью российского рынка выступает наличие компаний с государственным участием, которые с 1 июля 2021 г. обязаны распределять в виде дивидендов не менее 50% своей скорректированной чистой прибыли [1].

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 разделены на два набора: набор переменных Совета директоров, среди которых гендерное разнообразие, доля независимых директоров, размер Совета директоров, постоянство Совета директоров (доля директоров, оставшихся в Совете относительно предыдущего года) и др., а также индекс Герфиндаля-Хиршмана (НН) для расчета значения следования нормам ККУ от Банка России. 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) Большой (с точки зрения количества членов) совет директоров приводит к падению дивиденда на одну акцию (соответствует теории замещения), что связано с ухудшением координационных процессов внутри Совета при его разрастании.
- 2) Большой срок нахождения директора в Совете положительно сказывается на дивидендной доходности акций компании.
- 3) Гендерное разнообразие положительно сказывается на дивидендной доходности.
- 4) Степень соблюдения нормам ККУ (построенный через ННП) положительно влияет на дивидендную доходность, что может выступать сигналом для «дивидендных» инвесторов к покупке.
- 5) Высокая частота проведения заседаний Совета директоров положительно влияет на размер дивиденда на одну акцию, что может объясняться более сильным аппаратом принятия решений благодаря большему количеству заседаний.

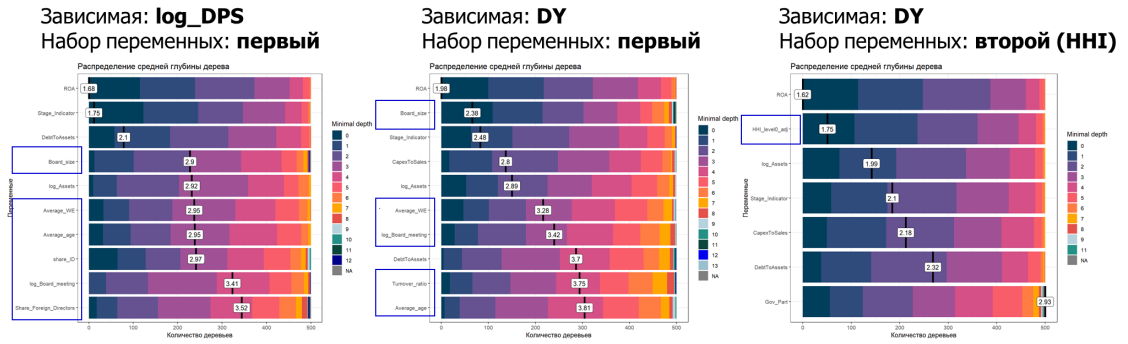
Для тестирования устойчивости результатов на разных подвыборках и подпространствах был использован метод машинного обучения «случайный лес». Каждое отдельное дерево дает невысокое качество прогноза, то есть разброс по Bias-Variance Decomposition (отличие модели на подвыборке от средней модели) высокий, но при этом их ансамбль дает высокую обобщающую способность, в данном случае – 62%, что выше 40% в регрессиях. При этом характеристики корпоративного управления важны при делении дерева (См. Рис.).

Получившиеся результаты важны для понимания влияния корпоративного управления как со стороны менеджмента компании (при формировании таргета дивидендной политики – дивиденда на одну акцию), так и со стороны инвесторов для принятия решения о покупке акций (исходя из дивидендной доходности). Широким потенциалом для дальнейшей работы служит более углубленное изучение процессов корпоративного управления на российском рынке, в т.ч. переток директоров из одной компании в другую или участие в Совете директоров в разных компаниях, и их влияние не только на дивидендную политику, но и на стоимость компании в целом.

Источники и литература

- 1) 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.
- 2) Mitton T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets // Emerging Markets Review. 2004. № 4 (5). С. 409–426.
- 3) Porta R. La [и др.]. Agency Problems and Dividend Policies around the World // The Journal of Finance. 2000. № 1 (55). С. 1–33.
- 4) 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).
- 5) Банк России задумался об обновлении Кодекса корпоративного управления // Интерфакс [Электронный ресурс]. URL: <https://www.interfax.ru/business/911629> (дата обращения: 24.01.2024).

Иллюстрации



где **log_DPS** – логарифмированный дивиденд на одну акцию, **DY** – дивидендная доходность

Рис. : Распределение средневзвешенной глубины дерева в методе машинного обучения "случайный лес"