

## ОБЗОРЫ

### Сравнение подходов исследования дивидендной политики компаний развитого и развивающегося рынков капитала

Макарова Е.А.<sup>34</sup>

*Существует много теорий, объясняющих дивидендную политику компаний. Большая часть данных теорий подтверждает взаимосвязь дивидендной политики и стоимости компании. На решения о выплате дивидендов влияет много факторов. Эти факторы могут существенно меняться от страны к стране.*

*В статье представлен обзор литературы по дивидендной политике на развитых и развивающихся рынках капитала. Рассмотрены следующие аспекты политики выплат на развитых рынках: наличие асимметрии информации, налогов, возникновение агентских издержек, выкуп акций как альтернативный способ выплаты дивидендных платежей. Проанализированы основные детерминанты дивидендной политики развивающихся стран.*

*JEL: G35.*

*Ключевые слова: дивидендная политика, детерминанты дивидендной политики, стоимость компании, агентские издержки, асимметрия информации*

#### Введение

Дивидендная политика является одним из наиболее спорных вопросов, обсуждаемых в литературе по корпоративным финансам. И по-прежнему она сохраняет важное место в исследованиях экономики как развитых, так и развивающихся стран. Многие исследователи предпринимают попытки по раскрытию политики дивидендных выплат и их динамики, но до сих пор не имеют четкого объяснения наблюдаемого поведения фирм.

Одним из известных объяснений дивидендной политики является так называемая теория сглаживания дивидендов. В своем исследовании Линтнер [Lintner, 1956] показал, что фирмы США стараются корректировать размер дивидендов во времени и поддерживать стабильными в долгосрочной перспективе. Однако последующие утверждения позволяют предположить, что дивидендная политика варьируется от страны к стране и зависит от законов и особенностей рынка капитала каждого отдельного государства.

Существует несколько теорий, объясняющих, когда и почему фирмы выплачивают дивиденды и каким образом эти выплаты влияют на стоимость компании. Миллер и Модильяни [Miller and Modigliani, 1961] в своем исследовании говорят о том, что в условиях совершенного рынка капитала дивидендная политика не оказывает влияния на стоимость компании. Следовательно, рынок безразличен к тому факту, выплачивает ли компания дивиденды или нет, потому что в любом случае инвестор становится богаче на одну и ту же сумму. В результате своих исследований, Модильяни и Миллер предложили остаточную теорию дивидендов, которая заключается в том, что компания может выплатить дивиденды, когда остаточный денежный поток фирмы положительный. Согласно данной теории, компании могут не задумываться о выплате дивидендов, однако на практике менеджеры компаний скрупулезно продумывают дивидендную политику.

<sup>34</sup> Стажер-исследователь научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ ВШЭ.

## Дивидендная политика на развитых рынках капитала

Существует несколько моделей, объясняющих взаимосвязь дивидендной политики и стоимости компании. Данные модели основаны на аспектах несовершенного рынка капитала, таких как налоги, возникновение агентских конфликтов, наличие асимметрии информации. Для понимания сущностей данных моделей необходимо остановиться на несовершенствах рынка более подробно.

### Налоги. Выкуп акций

В рамках несовершенного рынка существуют налоги. В большинстве стран ставка налога на дивиденды выше, чем ставка налога на прирост капитала (*capital gain*). Следовательно, акционерам невыгодно, чтобы компании выплачивали дивиденды. Блэк [Black, 1976] в своем исследовании пришел к выводу, что интеграция налогов в модель Модильяни-Миллера ведет к тому, что компаниям следует отказаться от выплаты дивидендов.

Основываясь на том что дивидендные выплаты и доход от прироста капитала облагаются налогом по разным ставкам, Бреннан [Brennan, 1970] построил модель CAPM, в которой уровень дохода до вычета налогов по акциям с высокими дивидендами должен быть выше, чем по акциям с более низкими дивидендными выплатами. Но эмпирические проверки данной модели не дали однозначного результата [Black and Scholes, 1974; Litzenberg and Ramaswamy, 1982; Miller and Scholes, 1978].

Груллон и Микаэли [Grullon and Michaely, 2000] исследовали выборку из 2735 обратных выкупов акций на открытом рынке в период с 1980-го по 2000 год. В своем исследовании они показали, что из-за превышения ставки налога на дивиденды над ставкой налога на прирост капитала в качестве выплат акционерам могут использоваться не дивиденды, а выкуп акций.

Ален и Микаэли [Allen and Michaely, 2003] проводили исследование налогового эффекта при выплате дивидендов на рынке США и получили следующие результаты: выплачивая высокие дивиденды, фирмы снижают свою стоимость при существовании транзакционных издержек и в случае отсутствия возможности полного хеджирования риска.

Эффективность выкупа акций по сравнению с выплатой дивидендов с налоговой точки зрения была изучена в работе Брэв и др. [Brav et al., 2005]. По результатам исследования 41,8% опрошенных ответили, что примут это решение во внимание, 21,1% менеджмента фирм отметили, что налоговая ставка, которой облагаются инвесторы, является важным фактором, влияющим на их решения о дивидендах, и только 29,1% фирм, осуществляющих обратный выкуп акций, отметили налоги как важный фактор, влияющий на объем выкупаемых акций. В результате опроса акционеров компаний получено, что налоговая ставка не является основным фактором при принятии решения об уменьшении доли бумаг с высокими дивидендами.

### Асимметрия информации

В условиях несовершенного рынка капитала менеджеры компании обладают более достоверной информацией, чем другие стейкхолдеры. Таким образом, менеджеры могут сигнализировать рынку о благосостоянии компании с помощью выплат дивидендов. Согласно исследованию Абрютун и Тюрнер [Abrutyn and Turner, 1990], проведенному среди финансовых директоров ведущих американских компаний, в 63% случаев финансовые менеджеры среди причин, объясняющих дивидендную политику компании, на первое и второе места по важности ставят сигнальную возможность дивидендов.

Классическими сигнальными моделями являются:

1. Сигнальная модель Бхаттачарья [Bhattacharya, 1979] говорит о том, что будущие доходы компании сигнализируются через выплату дивидендов. Цена акций положительно коррелирует с выплатами дивидендов, что приводит к разделению компаний на «хорошие», которые подают сигнал, и «плохие».

2. Миллер и Рок [Miller and Rock, 1985] в своей модели показывают, что фирмы сообщают о своих доходах, не уточняя, каким образом будут израсходованы средства: на выплату дивидендов или на реинвестирование в проекты. Многие акционеры захотят продать свои вклады, так как цены акций вырастут вследствие сигнала рынку о высоких доходах компании, что позволит установить «реальную» стоимость фирмы. По мнению Миллер и Рок «лучшие» компании отличаются способностью направить денежные средства на дивиденды в ущерб инвестированию.

3. Джон и Вильямс [John and Williams, 1985] в своем исследовании разделяют фирмы на «хорошие» и «плохие». «Хорошие» фирмы могут сигнализировать о своих высоких дивидендных выплатах. И в случае если инвесторы примут данный сигнал как положительный, цена акций возрастет и соответственно акционеры смогут продать свои акции по более высокой цене и сохранить большую долю акций фирмы, так как сочтут их более ликвидными. «Плохие» компании не имеют возможности выплачивать такой уровень дивидендов, как «хорошие»; таким образом, они не могут копировать сигналы «хороших» компаний.

Основываясь на классических моделях, Лиз и др. [Lease et al., 2000] в своем исследовании показали, что не всегда «хорошие» компании должны платить высокие дивиденды. Иногда фирмы предпочитают вкладывать свободные денежные средства в развитие для увеличения благосостояния акционеров в будущем. В модели, разработанной в исследовании Джон и Лэнг [John and Lang, 1991], одним из важнейших предположений является то, что рынок не должен трактовать всю информацию о повышении дивидендных выплат как положительную новость относительно стоимости компании. В отдельных случаях увеличение дивидендов говорит о снижении инвестиционных возможностей компании.

Груллон, Микаэли и Сваминатан [Grullon, Michaely and Swaminathan, 2002] представили в своей работе гипотезу зрелости компании (maturity hypothesis), которая заключается в том, что когда фирма вступает в фазу зрелости, то ее инвестиционные возможности падают, что приводит к увеличению свободного потока денежных средств и возможности увеличения дивидендных выплат. Авторы связывают данную гипотезу с систематическим риском. При вступлении в фазу зрелости компании ее активы становятся менее рискованными, так как компания имеет меньше возможностей роста. Положительная реакция рынка на сигнал увеличения дивидендных выплат компании, достигшей зрелости, говорит о том, что уровень риска является более важным по сравнению с уровнем будущей прибыли компании.

Брэв, Грэхем, Харвей и Микаэли [Brav, Graham, Harvey and Michaely, 2005] в своем исследовании показали, что 80% руководителей компаний считают, что дивидендная политика сигнализирует рынку о своем состоянии, 25% считают, что дивидендная политика используется для того, чтобы фирмы казались лучше.

Еще одним аспектом асимметрии информации является «сглаживание» дивидендной политики, предложенное Линтнером. Джон и Начман [John and Nachman, 1986], а также Кумар [Kumar, 1988] в своих работах приходят к выводу, что компании решают поддерживать дивидендные выплаты на определенном уровне даже в случаях высокой волатильности доходов и худшего налогообложения дивидендов по сравнению с другими способами распределения денежных средств между акционерами.

Компания устанавливает долгосрочный целевой уровень дивидендных платежей. Так как уровень прибыли не всегда постоянный, дивидендная политика не изменяется до тех пор, пока менеджеры не будут наблюдать новый устойчивый уровень прибыли.

## Агентские теории

### *Конфликт между менеджерами и акционерами*

Между менеджерами и акционерами существует агентский конфликт, который заключается в том, что менеджеры компании, обладая инсайдерской информацией, могут преследовать свои интересы, отличающиеся от интересов собственников. Менеджеры часто выступают против выплаты дивидендов, преследуя свои собственные интересы, выплачивая меньше в качестве дивидендов, они максимизируют ресурсы, находящиеся под их контролем, и результатом этого служат чрезмерные инвестиции и снижение рыночной стоимости фирмы. Во избежание данной ситуации собственники фирмы должны осуществлять эффективный контроль денежного потока фирмы. Это возможно с помощью регулирования дивидендной политики [Easterbrook, 1984] или использования финансового рычага компании [Jensen, 1986]. Истербрук показал, что, выплачивая большие дивиденды, фирмы подвергаются частому контролю со стороны юристов, аналитиков инвестиционных банков, тем самым работа менеджеров становится более прозрачной для владельцев данных компаний.

Брунарски и др. [Brunarski et al., 2005] в своем исследовании пришли к противоположным результатам: увеличение дивидендов не ведет к росту контролирующего воздействия и снижения агентских издержек. Коэн и Ягил [Cohen and Yagil, 2006] в своей работе предложили концепцию обратных агентских издержек компании, которые возникают из-за того, что не все проекты с положительной добавленной стоимостью могут быть профинансированы, так как денежные средства направляются на выплату дивидендов для снижения асимметрии информации.

### *Конфликт интересов акционеров и кредиторов*

В разногласии акционеров и держателей долга (bondholders) отправной точкой служит свободный денежный поток, который представляет интерес как для кредиторов – они заинтересованы в своевременном получении процентов и возврате номинальной стоимости долга, – так и для акционеров. Кредиторы будут прилагать усилия для минимизации риска падения стоимости компании, в то время как акционеры, желая увеличить потенциал компании, могут повлиять на рост риска дефолта компании (Лиз и др.). Таким образом, кредиторы будут выступать за маленькие дивидендные выплаты или их полное отсутствие, тогда как акционеры, желая повысить стоимость компании, постараются сделать дивидендные платежи максимально высокими.

Данный конфликт интересов был подтвержден эмпирически в исследовании Хэнджиниколаус и Кэлай [Handjinicolaou and Kalay, 1984], которые обнаружили, что в результате снижения дивидендных выплат цены акций и облигаций компании теряли в цене, а в результате повышения дивидендных выплат цены на акции росли, а цены облигаций оставались неизменными. Дилон и Джонсон [Dihllon and Johnson, 1994] в своем исследовании показали, что объявление о выплате дивидендов повышает акции компании в среднем на 0,72%, в то время как облигации теряют в цене примерно 0,7%; при объявлении об увеличении дивидендных выплат не менее чем на 30% акции компании возрастали в среднем на 1,82%, а облигации теряли в цене в среднем 0,5%.

### *Конфликт интересов миноритарных и мажоритарных акционеров*

Если интересы относительно способа получения дохода – выплата дивидендов или реинвестирование прибыли – не совпадают между миноритарными акционерами и инсайдерами, то возникает еще один тип агентского конфликта.

Конфликт интересов между корпоративными инсайдерами, которые представлены менеджерами и мажоритарными акционерами, и миноритарными акционерами является не менее важной стороной возникновения агентских издержек. Инсайдеры могут использовать активы фирмы для целей, которые не согласуются с целями внешних инвесторов и не увеличивают их благосостояние.

Ла Порта и др. [La Porta et al., 2000] проводили исследование по 33 странам по всему миру для определения дивидендной политики крупных корпораций. В данном исследовании Ла Порта и соавторы сравнили различную правовую защиту акционеров в зависимости от страны. В полномочия миноритарных акционеров включены права: получать такой же размер дивидендов на одну акцию; право голоса при решении важных вопросов компании; право предъявлять иск компании в случае причинения им материального ущерба.

В более раннем исследовании Ла Порта и др. [La Porta et al., 1998] выявили, что в странах англосаксонского права в основном сильнее защищаются права миноритарных акционеров; в странах континентального права, наоборот, у миноритарных акционеров нет сильной правовой защиты.

Ла Порта и др. [La Porta et al., 2000] в рамках агентского конфликта выделяют две модели: модель результата (outcome model) и модель замещения (substitute model).

Модель результата заключается с тем, что благодаря сильной защите прав миноритарных акционеров в компаниях выплачиваются высокие дивиденды.

Для создания благоприятной репутации в целях привлечения нового инвестирования компании стремятся выплачивать высокие дивиденды. Компании с хорошими перспективами роста будут стараться поддерживать хорошую репутацию, так как вероятность внешнего инвестирования для таких фирм выше. Однако при низкой степени защищенности акционеров компании могут выплачивать меньшие дивиденды с целью инвестирования данных средств в новые проекты, что соответствует модели замещения Ла Порта и соавторов.

При эмпирической проверке данных моделей Ла Порта и соавторы получили результаты, согласующиеся с выводами outcome model (модели результата).

### Детерминанты дивидендной политики на развивающихся рынках капитала

При анализе исследований дивидендной политики на развивающихся рынках капитала преобладающее количество работ посвящено выделению детерминант дивидендной политики в разрезе отдельной страны. Основные детерминанты дивидендной политики развивающихся стран приведены в таблице 1.

Таблица 1

Детерминанты дивидендной политики развивающихся стран

Авторы исследований	Детерминанты						
	Прибыль	Уровень долга	Размер компании	Инвестиционные возможности	Возможности роста	Уровень корпоративного управления	Прошлые значения дивиденда
Aivazian (2003)	x	x					
Naceur (2006)	x		x		x		
Reddy, Rath (2005)	x						
Adaoglu (2000)	x						
Al-Twajry (2007)	x		x				
Juhmani (2009)	x		x				x
Amidu, Abor (2006)	x			x		x	
Osman, Mohammed (2010)	x	x	x				
Ahmed, Javid (2009)	x					x	

Louis et. al. (2008)		x					
Omran, Pointon (2004)			x				
Ho, Lam, Sami (2004)				x			
Mitton (2004)						x	
Sawicki (2009).						x	

В качестве основного показателя, влияющего на дивидендную политику, необходимо выделить показатель прибыли компании (*profitability*). Во всех проанализированных работах наблюдается положительная зависимость дивидендных выплат и показателя прибыли компаний [Aivazian, 2003; Naceur, 2006; Reddy and Rath, 2005; Adaoglu, 2000; Al-Twajry, 2007; Juhmani, 2009; Amidu and Abor, 2006; Ahmed and Javid, 2009; Osman and Mohammed, 2010]. Это объясняется тем, что более стабильные и прибыльные фирмы за счет более значительного потока свободных денежных средств могут позволить себе выплачивать более высокие дивиденды.

Зависимость уровня долга компании и дивидендной политики отрицательна в исследованиях Айвазян [Aivazian, 2003], Луис и др. [Louis et. al., 2008], Осман и Мохаммед [Osman and Mohammed, 2010]. Отрицательная зависимость уровня долга и дивидендных выплат свидетельствует о влиянии на дивидендную политику финансовых ограничений. Фирмы с относительно меньшей долей долга и большими активами (долгосрочными) способны выплачивать больше дивидендов и поддерживать их уровень.

Возможности роста. Быстро растущие компании выплачивают более высокие дивиденды, что подтверждает сигнальную теорию дивидендов. Такие выводы получены в работе Насеру [Naceur, 2006] при анализе дивидендной политики 48 фирм фондовой биржи Туниса в период с 1996-го по 2002 год. В своем исследовании авторы оценивали модель, которая включает в себя прокси для уровня прибыльности компании, концентрации собственности, размера, финансового рычага и ликвидности акций компании.

$$(1) \quad \begin{aligned} DY_{i,t} = & aDY_{i,t-1} + bROA_{i,t} + cMBV_{i,t} + dGROWTH_{i,t} \\ & + eMSH_{i,t} + fMAJ_{i,t} + gLNSIZE_{i,t} + hLEV_{i,t} \\ & + iTURN_{i,t} + jMV_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

где  $DY_{i,t}$  – дивидендная доходность компании  $i$  за время  $t$ ,

$ROA_{i,t}$  – рентабельность активов компании  $i$  за время  $t$ ,

$MBV_{i,t}$  – инвестиционные возможности компании  $i$  за время  $t$ ,

$GROWTH_{i,t}$  – возможности роста компании  $i$  за время  $t$ ,

$MSH_{i,t}$  – общее число акционеров компании  $i$  за время  $t$ ,

$MAJ_{i,t}$  – число мажоритарных акционеров компании  $i$  за время  $t$ ,

$SIZE_{i,t}$  – размер компании  $i$  за время  $t$ ,

$LEV_{i,t}$  – финансовый рычаг компании  $i$  за время  $t$ ,

$MV_{i,t}$  – логарифм рыночной капитализации компании  $i$  на конец года.

Еще одним результатом данного исследования является вывод о том, что размер фирмы отрицательно связан с уровнем дивидендных выплат, и это также находит свое подтверждение в работах Омран и Поинтон [Omran and Pointon, 2004] и Джумани [Juhmani, 2009]. Омран и Поинтон провели исследование на выборке 94 египетских фирм 1995–1999 годов и получили, что размер фирмы имеет наибольшее отрицательное влияние на дивидендную политику компании. Джумани [Juhmani, 2009] провел исследование дивидендной политики Бахрейна. Регрессионная модель была построена по выборке 35 компаний по данным за 2006–2007 годы, и получена отрицательная зависимость между размером компании и дивидендными платежами.

$$(2) \quad \frac{\Delta DIV_{it}}{MV_{i(t-1)}} = \beta_{0it} + \beta_{1it} \frac{NI_{it}}{MV_{i(t-1)}} + \beta_{2it} \frac{DIV_{i(t-1)}}{MV_{i(t-1)}} + \beta_{3it} \frac{FL_{it}}{MV_{i(t-1)}} + \beta_{4it} \frac{TA_{it}}{MV_{i(t-1)}} + e_{it}$$

где  $\frac{DIV_{i,t}}{MV_{i,t-1}}$  – изменения в дивидендных платежах компании  $i$  за время  $t$ ,

$\frac{NI_{i,t}}{MV_{i,t-1}}$  – чистая прибыль компании  $i$  в период времени  $t$ ,

$\frac{DIV_{i,t-1}}{MV_{i,t-1}}$  – поток дивидендных платежей компании  $i$  в период  $t - 1$ ,

$\frac{FL_{it}}{MV_{i,t-1}}$  – финансовый рычаг компании  $i$  в период  $t$ ,

$\frac{TA_{it}}{MV_{i,t-1}}$  – совокупные активы компании  $i$  в период  $t$ .

С одной стороны, эти результаты подтверждают ранние исследования по развитым рынкам [DeAngelo et al., 1990; Fama and French, 2001; Aivazian, 2003]. Малые фирмы сталкиваются с большей асимметрией информации, чем крупные фирмы и, соответственно, более склонны использовать дивиденды в качестве сигнального эффекта. Но с другой стороны, полученные указанными авторами данные противоречат результатам исследований, проведенных Ал-Твайри по Малайзии и учеными Осман и Мохаммед по Саудовской Аравии, которые наблюдают положительную зависимость размера компаний и дивидендных платежей.

Еще одним значимым показателем при анализе регрессионной модели по компаниям Бахрейна являются значения показателя дивиденда в прошлый период. Согласно результатам исследования, существует сильная отрицательная зависимость между предыдущим размером дивиденда и его текущим значением. Этот вывод согласуется с результатами таких исследований: Линтнер [Lintner, 1956], Фама и Бабиак [Fama and Babiak, 1968], Фама [Fama 1974], Байкер и др. [Baker et al., 1985], Фаррелли и др. [Farrelly et al., 1986], Ким [Kim, 1987], Прут и Гитман [Pruitt and Gitman, 1991], Бенартзи и др. [Benartzi et al., 1997], Бэйкер и др. [Baker et al., 2001]. Данный вывод свидетельствует о том, что размер выплачиваемого в прошлом году дивиденда является важным детерминантом дивидендной политики, так как менеджеры крайне обеспокоены непрерывностью дивидендных выплат и считают, что дивидендная политика влияет на стоимость акций компании, что подтверждает теорию сглаживания дивидендов Линтнера.

В работах Хо, Лам и Сами [Ho, Lam and Sami, 2004] авторы исследовали взаимосвязь между инвестиционными возможностями компании и дивидендной политикой. В выборку входило 312 компаний Гонконга за 1994–1995 годы. Проведенный регрессионный анализ дивидендной доходности показал, что инвестиционные возможности отрицательно влияют на выплаты дивидендов.

В соответствии с агентской теорией в качестве одного из детерминантов дивидендной политики рассматривается уровень корпоративного управления. Миттон [Mitton, 2004] провел исследование на основании данных о рейтинге корпоративного управления для 365 компаний из 19 развивающихся стран мира, в том числе и России. В своей работе Миттон говорит о том, что на дивидендную политику влияет уровень корпоративного управления в разрезе каждой конкретной компании. Результатом исследования является вывод о том, что более высокие дивиденды выплачивают компании с более сильным корпоративным управлением. Данные результаты согласуются с результатами модели замещения (outcome model) в исследовании Ла Порты и др. [La Porta et al., 2000].

Савицки [Sawicki, 2009] провела исследование влияния качества корпоративного управления на дивидендную политику стран Юго-Восточной Азии. В работе проанализировано пять стран в период до и после Азиатского кризиса 1998 года. В

докризисный период зависимость между уровнем корпоративного управления и дивидендной политикой отрицательна, что согласуется с «моделью замещения» дивидендов Ла Порты и соавторов. В посткризисный период зависимость между дивидендными выплатами и уровнем корпоративного управления положительна, что согласуется с «моделью результатов» дивидендов по Ла Порты и соавторов. По заключению Савицки [Sawicki, 2009] реформы, последовавшие за кризисом, привели к тому, что корпоративное управление, защищающее интересы акционеров, позволяло им получать более высокие объемы выплат от компании.

В результате анализа детерминантов дивидендной политики развивающихся стран можно сделать следующие выводы:

1. Во всех исследованиях отмечается сильная прямая зависимость между показателями прибыли и дивидендными выплатами. Соответственно более прибыльные компании выплачивают более высокие дивиденды своим акционерам.
2. При использовании уровня долга и размера компании в качестве детерминантов дивидендной политики наблюдается отрицательная зависимость данных показателей, за исключением исследования Осман и Мохаммед, которые обнаружили, что большие компании склонны платить большие дивиденды.
3. Инвестиционные возможности компаний развивающегося рынка оказывают негативное влияние на выплату дивидендов, что подтверждается эмпирически в исследованиях на рынках стран Азии (Хо, Лам и Сами) и отдельно по компаниям, торгуемым на фондовой бирже Карачи в Пакистане (Ахмед и Джавид).
4. Быстрорастущие компании выплачивают более высокие дивиденды. Данный вывод был подтвержден эмпирически при исследовании компании Саудовской Аравии (Осман, Мохаммед) и Туниса (Насеру).
5. При использовании показателя уровня корпоративного управления в качестве детерминантов дивидендной политики наблюдается, что компании с более сильным корпоративным управлением выплачивают более высокие дивиденды. При этом отрицательная зависимость между размером дивидендов и возможностями роста фирмы сильнее проявляется среди компаний с более высоким уровнем корпоративного управления [La Porta et al., 2000]. Савицки получила отрицательную зависимость между дивидендами и корпоративным управлением в докризисный период, что согласовывалось с substitute model (моделью замещения) дивидендов Ла Порты. В период после кризиса зависимость между корпоративным управлением и дивидендами была положительная, что согласовывалось с outcome model (моделью результата) дивидендов Ла Порты.

### Заключение

Обзор исследований по дивидендной политике позволяет разделить работы этой тематики на две группы:

- Анализ моделей дивидендной политики, основанных на несовершенствах рынка.
- Выделение детерминантов дивидендной политики и анализ зависимости этих показателей от способа и размера выплачиваемых дивидендов.

В первом случае в исследованиях в основном участвуют несколько стран, объединенных по определенному признаку. В случае анализа детерминантов дивидендной политики чаще рассматриваются отдельные страны.

При рассмотрении политики выплат развивающихся стран необходимо иметь в виду, что в каждой стране действуют различные нормативные законы и присутствуют свои особенности рынка капитала, что ставит под сомнение объединение компаний развивающегося рынка в единый пул для исследования.

### Список литературы

1. Adaoglu, C. (2000), Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market, *Emerging Markets Review*, 1 (2000) 252–70.
2. Aivazian, V., Booth, L., and Cleary, S. (2003), Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, 26 (2003) 371–387.
3. Al-Twaijry A.A., (2007), Dividend policy and payout ratio: evidence from the Kuala Lumpur stock exchange. *The Journal of Risk Finance*, 8 (4) (2007).
4. Ahmed, Javid (2009), The Determinants of Dividend Policy in Pakistan, *International Research Journal of Finance and Economics*, 29 (2009).
5. Allen, F., and Michaely, R. (2003), Payout policy. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of Economics*. North-Holland, Amsterdam, p. 337–430.
6. Amidu M., Abor J. (2006), Determinants of dividend payout ratios in Ghana, *The journal of risk finance*, 7 (2006).
7. Baker, H. K., Gail E. F., and R. B. Edelman, (1985), A Survey of Management Views on Dividend Policy, *Financial Management*, 14 (3) (1985) 78–84.
8. Baker, H.K., Veit, E.T., and Powell, G.E. (2001), Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms, *Financial Review*, 36 (3) (2001) 19–37.
9. Baker, H. K., Powell, G. E., Veit, E. T., (2001), Factors Influencing Dividend Decisions Of NASDAQ Firms, *Financial Review*, 36 (3) (2001) 19–38.
10. Benartzi, S., Michaely, R., and Thaler, R. (1997), Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52 (3) (1997) 1007–1034.
11. Bhattacharya, S. (1979), Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand’ fallacy Bell, *Journal of Economics*, 10 (1979).
12. Black, F. (1976), The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, 2 (2) (1976) 5–8.
13. Black, F., Scholes, M.S. (1974), The effects of dividend yield and dividend policy on common stock Prices and Returns, 1 (1974) 1–22.
14. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., and Michaely, R. (2005), Payout policy in the 21<sup>st</sup> century, *Journal of Financial Economics*, 77 (2005) 483–527.
15. Brennan, M.J. (1970), Taxes, Market Valuation and Corporate Finance Policy, *national Tax Journal*, 23 (1970) 417–427.
16. Brunarski, K., Harman, Y., Kehr, J. (2005), Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs. *The Financial Review*, 40 (2005).
17. Cohen, G., Yagil, J. (2006), A Multinational Study of Agency Costs of Dividends, *International Research Journal of Finance and Economics*, 6 (2006).
18. Dhillon, U., Johnson, H. (1994), The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices, *Journal of Finance*, 49 (1994).
19. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner, D.J. (2004), Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics*, 72 (2004) 425–456.
20. DeAngelo, H., and DeAngelo, L. (2006), The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics*, 79 (2006) 293–316.
21. Easterbrook, F. (1984), Two agency cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 74 (1984) 650–659.
22. Fama, F. (1974), The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions of Firms, *American Economic Review*, 64 (3) (1974) 304–318.
23. Fama, F. and Babiak, (1968), Dividend Policy: An Empirical Analysis, *Journal of the American Statistical Association*, 63, 1968, 1132–1161.
24. Fama, E.F., and French, K.R. (2001), Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, 60 (1) (2001) 3–43.

25. Farrelly, B., Baker, H., and Edelman, A. (1986), Corporate Dividends: Views of the Policymakers, *Akron Business and Economic Review*, 17 (4) (1986), 62–74.
26. Grullon, G., and Michaely, R. (2000), The Information Content of Share repurchase programs, Working paper, Cornell University, Ithaca NY.
27. Grullon, G., Michaely, R., and Swaminathan, B. (2002), Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, 75 (3) (2002) 387–424.
28. Handjinicolaou, G., and Kalay, A. (1984), Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements, *Journal of Financial Economics*, 13 (1984).
29. Ho, S., Lam, K., and Sami, H. (2004), The investment opportunity set, director ownership, and corporate policies: evidence from an emerging market, *Journal of Corporate Finance*, 10 (2004) 383–408.
30. Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review*, 76 (2) (1986).
31. Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 4 (1976) 305–360.
32. John, K., and Williams, J. (1985), Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium, *Journal of Finance*, 40 (4) (1985) 1053–1070.
33. John, K. and Nachman, D.C. (1986), On the Optimality of Intertemporal Smoothing of Dividends, Working Paper, New York University.
34. John, K., Lang, L. (1991), Strategic Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and evidence, Working Paper, New York University.
35. Juhmani, O., Determinants of dividend payout policy: evidence from Bahraini firms, *Journal of International Finance and Economics*, 9 (2) (2009).
36. Kim, W. K. (1987), Determinants of the Optimum Dividend Payout Ratios: Empirical Evidence, *D. A. I.*, 48(5) (1987), 1277-A.
37. Kumar, P. (1988), Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends, *Review of Financial Studies*, 2 (1988).
38. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy* 106 (1998) 1113–1155.
39. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000), Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance* LV, 1 (2000) 1–33.
40. Lease, R. C., et al. (2000), *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*, Oxford University Press.
41. Lintner, J. (1956), Distribution of Incomes Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review* 46 (2) (1956) 97–113.
42. Litzenberger, R., Ramaswami, K. The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or informational effects, 37 (1982) 429–443.
43. Louis, T.W., et. al. (2008), What Drives the Cash Dividend Policy of the Poorly Performing Firms in Hong Kong?, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 11 (3) (2008) 347–361.
44. Miller, M.H., and Modigliani, F. (1961), Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, 4 (1961) 411–433.
45. Miller, M.H., and Rock, K. (1985), Dividend Policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, 40 (4) (1985) 1031–1051.
46. Miller, M., and Scholes, M. (1982), Dividends and Taxes, *Journal of Financial Economics*, 6 (1978) 333–364.
47. Mitton, T. (2004), Corporate governance and dividend policy in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 5 (2004) 409–426.
48. Naceur, S. (2006), On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy, *International Review of Finance*, 6 (1–2) (2006) 1–23.

49. Omran, M., and Pointon, J. (2004), Dividend Policy, Trading Characteristics and share prices: Empirical evidence from Egyptian firms, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 7 (2) (2004) 121–133.
50. Osman, Mohammed (2010) Dividend Policy in Saudi Arabia, *The International Journal of Business and Finance Research*, 4 (1) (2010).
51. Pruitt, S.W., and Lawrence, J.G., (1991), The Interactions Between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms, *Financial Review*, 26 (3) (1991) 409–430.
52. Reddy, Y. S., and Rath, S. (2005), Disappearing Dividends in Emerging Markets? Evidence from India, *Emerging Markets Finance and Trade*, 41 (6) (2005) 58–82.
53. Sawicki, J. (2009), Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis, *The European Journal of Finance*, 15 (2) (2009) 211–230.
54. Stephens, C., and Michael, Weisbach (1998), Actual share reacquisitions in open market repurchases programs, *Journal of Finance*, 53 (1) (1998) 313–333.
55. Vermaelen, T. (1981), Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, 9 (2) (1981) 138–183.