

**Н.С. Телятников**

НИУ «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург

## Разрыв между правами собственности и контроля и дивидендная политика российских компаний

**Аннотация.** Изучение дивидендной политики в разрезе корпоративного управления вызывает большой интерес ввиду неоднозначных результатов как в теоретических, так и в эмпирических работах. В настоящей статье проверяются гипотезы о влиянии сложной структуры акционерного капитала, формируемой путем выпуска акций разных типов, а также разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера, на вероятность выплаты дивидендов и их размер. В исследовании используется уникальный и собранный частично вручную набор данных, охватывающий всю генеральную совокупность российских публичных нефинансовых компаний за 2011–2020 гг., акции которых котировались на Московской бирже. Особая ценность работы связана с квазиэкспериментальными условиями российской экономики, где большинство компаний с двумя типами акций возникло в результате решений правительства о приватизации / реорганизации отраслей. По результатам эконометрического анализа установлено, что вероятность выплаты дивидендов компаниями с двумя типами акций ниже, чем у компаний с одним типом акций. Более того, по мере роста разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера снижается как вероятность выплаты дивидендов, так и их размер. Исследование может иметь практическую ценность для регулятора (совершенствование регуляторных правил, касающихся компаний с двумя типами акций) и участников фондового рынка (формирование дивидендных инвестиционных портфелей).

**Ключевые слова:** разрыв между правами собственности и контроля, акции разных типов, дивидендная политика.

Классификация JEL: G34, G35.

Для цитирования: Телятников Н.С. (2025). Разрыв между правами собственности и контроля и дивидендная политика российских компаний // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 4 (69). С. 118–132.

DOI: 10.31737/22212264\_2025\_4\_118-132

EDN: ZWVIRZ

### 1. Введение

Почему компании платят дивиденды и почему на это обращают внимание инвесторы? Так звучит дивидендная загадка Ф. Блэка (Black, 1976), которая до сих пор в полной мере не разгадана. Понимание механизмов выплаты дивидендов и влияющих на них факторов важно для регуляторов, обеспечивающих стабильность фондового рынка, для компаний при реализации краткосрочных и долгосрочных проектов, а также для отдельных инвесторов с целью формирования инвестиционных портфелей.

На сегодняшний день существует большое число теоретических концепций, которые пытаются объяснить дивидендную политику компаний: от теории идеального рынка, когда на стоимость акций и размер дивидендов влияет только финансовый поток, который генерирует компания, до теории жизненного цикла компании, сигнальной и агентской теорий.

В последнее время все большую популярность приобретает именно агентская теория, которая акцентирует отделение прав собственности (прав на денеж-

ный поток) от прав контроля (прав голоса), создающее стимулы для менеджеров / контролирующих акционеров искать иные, отличные от дивидендных выплат, способы получения дохода. Однако эмпирические свидетельства роли такого разрыва между правами на денежный поток и правами голоса при формировании дивидендной политики компании остаются противоречивыми.

Одним из основных механизмов отделения собственности и контроля является выпуск акций разных типов, нарушающий принцип «одна акция — один голос» (Lin, 2017). Классическим примером могут служить акции типов “А” и “В” в Швеции, где акции первого типа имеют в 10 раз больше голосов, чем акции второго типа; акции лояльности в Италии, которые удваивают права голоса при владении ими более 2 лет или обыкновенные и привилегированные акции в России, где владельцы привилегированных акций лишены (за исключением редких особых случаев) права голоса на собрании акционеров<sup>1</sup>. *Сложная структура акционерного капитала*, возникающая вследствие выпуска акций разных типов и характеризующаяся разрывом между правами собственности и контроля, предоставляет уникальную возможность тестирования агентской теории дивидендов.

Основная цель настоящей работы состоит в оценке влияния разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера на дивидендную политику компаний (что эмпирически тестирует агентскую теорию дивидендов) с использованием уникальных квазиэкспериментальных данных по российскому фондовому рынку. Как показано в недавней работе (Муравьев, Телятников, 2024), подавляющее большинство российских компаний с двумя типами акций — это компании, образованные в процессе приватизации или реорганизации секторов (в частности электроэнергетики) и выпустившие привилегированные акции в момент создания. Иными словами, выпуск привилегированных акций в большинстве российских компаний был (пред)определен решениями правительства, а не собственников компаний, что характерно для других стран. Этот факт если не полностью нивелирует, то по крайней мере существенно снижает влияние селективности выборки при анализе компаний с двумя типами акций, в том числе последствий разрыва между правами собственности и контроля для дивидендной политики. Применение квазиэкспериментальных данных является важным элементом научной новизны данной работы.

Другая цель работы — внести вклад в понимание плохо изученной дивидендной политики российских компаний. Действительно, исследования дивидендной политики и структуры акционерного капитала на российском рынке немногочисленны. Во многих современных статьях акцент делается на идентичность акционера, особенно в плане влияния государства на дивидендные выплаты (см., например, (Berezinets, Iina, Alekseeva, 2017)), а также воздействия влиятельных акционеров на дивидендную политику (Ershova, Zavertiaeva, Kirpishchikov, 2023). В более ранней работе (Алексева, Березинец, Ильина, 2011), опирающейся на данные до 2010 г., не обнаружено влияния концентрации собственности на дивидендные выплаты по обыкновенным акциям на данных до 2010 г. Важно отметить, что современные исследования с акцентом на разрыв в правах собственности и контроля на российских данных отсутствуют.

<sup>1</sup> Более подробно о сложной структуре акционерного капитала в России и мире можно прочитать в статье (Муравьев, Телятников, 2024).

## 2. Обзор литературы

Теоретические модели дивидендов очень глубоко разнообразны и во многом противоречивы. Так, по мнению Миллера и Модильяни (Miller, Modigliani, 1961), дивидендная политика является институциональным вопросом и на идеальном рынке не имеет значения, т.е. для цены акций важен лишь сам финансовый поток, который генерирует компания. Модель налоговой конъюнктуры подразумевает, что инвесторы могут предпочитать дивиденды приросту стоимости акций в зависимости от налогового режима (Vajaj, Vjih, 1990). В (Baker, Jabbouri, 2017) авторы считают, что компании выплачивают дивиденды с учетом инфляции с целью удовлетворить желание инвесторов получать доход в реальном выражении.

В соответствии с теорией жизненного цикла компании дивидендная политика зависит от стадии развития фирмы. Компании с потенциально высокими показателями роста жертвуют выплатой дивидендов, чтобы не привлекать более дорогого внешнего финансирования (Bulan, Subramanian, 2009). Теория «синицы в руках» постулирует, что инвесторы предпочитают несущие меньший риск дивиденды, а не потенциальный рост компании за счет реинвестирования прибыли (Bhattacharya, 1979). Согласно сигнальной модели, компании, выплачивающие дивиденды, подают сигнал о более высоких будущих доходах, даже если им придется отложить новые проекты или увеличить внешний долг (Miller, Rock, 1985).

Одной из самых влиятельных теорий, объясняющих дивидендную политику компаний, является агентская теория. Она делает акцент на агентских проблемах, возникающих как по линии акционеры – менеджеры, так и по линии крупные акционеры – миноритарные собственники (Shleifer, Vishny, 1997). Так, менеджеры могут злоупотреблять своим положением, неэффективно распоряжаясь ресурсами компании. Это, например, проявляется в использовании прибыли для финансирования плохих, не обеспечивающих необходимой доходности, проектов, а не для выплаты дивидендов акционерам (Jensen, 1986). Проблема особенно актуальна в случае значительного распыления собственности, порождающего проблему безбилетника (Berle, Means, 1932).

Концентрация прав собственности у крупнейшего акционера с сильными стимулами контроля над менеджерами способна решить проблему безбилетника (Shleifer, Vishny, 1986). Однако такая концентрация может способствовать извлечению крупными акционерами частных выгод контроля (минуя распределение прибыли посредством дивидендов), что наносит прямой ущерб миноритариям (Shleifer, Vishny, 1997). В целом с точки зрения агентской теории принципиальное значение имеет разрыв между правами контроля и правами на денежный поток, например при концентрации контроля у менеджеров, не имеющих значительных пакетов акций, или же при наличии крупного акционера, полностью контролирующего фирму, но при этом не имеющего всех прав на генерируемый ею денежный поток. Большинство теоретических исследований предсказывает *негативное влияние разрыва на вероятность выплаты и размер дивидендов*. В то же время ряд работ указывает: менеджеры / крупные собственники могут использовать дивиденды в качестве инструмента снижения масштаба агентской проблемы. Это необходимо для поддержания репутации справедливого отношения

к миноритариям, что облегчает доступ к внешнему финансированию (La Porta et al., 2000).

В целом ряде эмпирических исследований, как правило, относительно недавних, предприняты попытки квантифицировать разрыв между правами собственности (на денежный поток) и правами контроля (управления) с целью оценить его влияние на дивидендную политику компаний. Инструментом для этого обычно служат компании с акциями разных типов, например, дающие акционерам равные права на получение дивидендов, но разные — на участие в управлении<sup>2</sup>. Такие компании типичны для большинства экономик (Kim, Matos, Xu, 2018) и позволяют непосредственно наблюдать отделение собственности от контроля.

В частности, выполненный на американских данных анализ авторами (Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014) указывает на негативное влияние сложной структуры акционерного капитала на дивидендные выплаты (долю дивидендов в прибыли компании) и отрицательную зависимость между их величиной и разрывом в правах собственности и контроля. Анализируя данные по немецким компаниям, для которых свойственна высокая концентрация прав собственности у крупнейшего акционера, авторы работы (Gugler, Yurtoglu, 2003) находят меньший размер дивидендов в тех из них, где наблюдается отход от принципа «одна акция — один голос». Выполненный в статье (Mancinelli, Ozkan, 2006) анализ итальянских компаний, для которых также характерна существенная концентрация собственности, подтверждает этот негативный результат. Равным образом, в (Kim, Jo, Yoon, 2013) выявлено негативное влияние разрыва на дивидендные выплаты в Корее. Авторы также обнаружили положительное влияние разрыва на объем выкупаемых компанией акций. При этом установлено, что обратный выкуп снижает стоимость компании. Авторы считают, что обратный выкуп не эквивалентен дивидендам и связан не со стратегическими целями компании, а со специфическими интересами крупнейших акционеров.

В то же время авторы работы (Jordan, Liu, Wu, 2014), используя данные по американскому рынку с 1995 по 2002 г., обнаруживают, что компании с двумя типами акций платят более высокие дивиденды, чем компании с одним типом акций. В (Lei, Li, Yu, 2019) было исследовано 135 компаний на продолжительном временном отрезке — с 1994 по 2015 г. — и установлено, что вероятность выплаты дивидендов (как по голосующим акциям, так и по акциям без права голоса) оказывается выше в фирмах с акциями двух типов. Однако при выкупе акций компания отдаст приоритет голосующим акциям. Анализ итальянских компаний в статье (Cesari, 2012) показал, что разрыв в правах собственности и голоса приводит к более высокому объему выплаты дивидендов, что объясняется попытками контролирующего акционера снизить агентскую проблему.

Противоречивые результаты теоретических и эмпирических работ не позволяют однозначно определить влияния сложной структуры акционерного капитала и разрыва между правами собственности и контроля на дивидендные выплаты компаний. Поскольку большинство работ все же указывают на негативное влияние, именно оно взято за основу при выдвижении гипотез настоящего исследования.

<sup>2</sup> В идеале это — компании, выпускающие акции, которые идентичны во всех отношениях (дивиденд, ликвидационная стоимость и так далее), но отличаются правами на управление.

**Гипотеза Н1:** вероятность выплаты дивидендов компаниями со сложной структурой акционерного капитала (с двумя типами акций) ниже, чем у компаний с одним типом акций<sup>3</sup>.

**Гипотеза Н2:** вероятность выплаты дивидендов по обыкновенным акциям снижается по мере роста разрыва между правами собственности и голоса крупнейшего акционера.

**Гипотеза Н3:** компании с двумя типами акций будут в среднем выплачивать меньше дивидендов, чем компании с одним типом акций.

**Гипотеза Н4:** размер дивидендов снижается по мере роста разрыва между правами собственности и голоса крупнейшего акционера.

Неоднозначность и противоречивость имеющихся результатов во многом определяется сложностями измерения агентской проблемы в фирмах. Например, концентрация собственности, в том числе у инсайдеров, связана с двумя хорошо известными разнонаправленными эффектами, а именно выравниванием стимулов и «окапыванием», которые чрезвычайно трудно разделить (Morck, Shleifer, Vishny, 1988; Forst, Hettler, Barniv, 2019). Исследования же компаний с двумя типами акций, в которых можно достаточно точно оценить масштаб агентской проблемы, страдают от селективности выборки. Действительно, в большинстве стран компании с двумя типами акций — весьма специфичны, они заметно отличаются от генеральной совокупности всех фирм. В частности, решения о выпуске акций разных типов обычно связаны с совокупностью наблюдаемых и ненаблюдаемых факторов, влияющих также на результативность компаний (Gompers, Ishii, Metrick, 2010 г.; Nguyen, Xu, 2010)<sup>4</sup>. С эмпирической точки зрения это — серьезная проблема, вынуждающая исследователей экономических последствий отхода от принципа «одна акция — один голос» подбирать аналоги для фирм с двумя типами акций среди фирм с одним типом акций (например, с помощью метода мэтчинга) или же использовать другие методы учета неслучайного отбора в группу фирм с двумя типами акций. На данный момент имеется лишь несколько работ, которые опираются на естественные эксперименты, генерирующие разрыв между собственностью и контролем, где проблема неслучайного отбора не является существенной (например, (Nüesch, 2016)). В этом контексте исторические условия формирования структуры акционерного капитала в публичных компаниях России имеют *уникальный квазиэкспериментальный характер*, а применение российских данных для исследования последствий упомянутого разрыва является элементом научной новизны.

### 3. Данные и методология

В статье использована уникальная и собранная частично вручную база данных, охватывающая всю генеральную совокупность российских публичных нефинансовых компаний, акции которых обращались на Московской бирже, в период с 2011 по 2020 г. Финансовые компании были исключены из анализа ввиду особого режима регулирования и специфической финансовой отчетности. База данных включает 286 нефинансовых компаний России, из которых 88 компаний имели

<sup>3</sup> В настоящей статье рассматривается дивидендная политика применительно к обыкновенным акциям, поскольку дивиденд по привилегированным акциям, как правило, определен в уставе компании, например в виде доли чистой прибыли, разделенной на общее число привилегированных акций, или фиксированной суммы на акцию. Этот факт существенно сужает пространство выбора размера дивиденда по привилегированным акциям.

<sup>4</sup> Как правило, решения о выпуске акций разных типов принимаются предпринимателями в момент выхода на фондовый рынок. Эти решения неслучайны и обычно связаны с желанием сохранить контроль над фирмой при привлечении внешнего финансирования. В целом выпуск акций двух типов более характерен для инновационных и быстрорастущих компаний.

два типа акций, как минимум, в одном из годов наблюдения. Общее число наблюдений составляет 1925. Все компании входили в листинг Московской биржи и имели рыночную капитализацию.

Сбор данных происходил в несколько этапов. Вначале с сайта Московской биржи была собрана информация о листинге всех компаний по состоянию на конец каждого года за исключением финансовых компаний. Затем по каждой компании была собрана информация о рыночной капитализации, выручке, прибыли, размере долга, отраслевой принадлежности, сумме дивидендных выплат. Далее из раздела 6.5 квартальных отчетов эмитентов была взята информация о доле крупнейшего акционера в уставном капитале (доле в генерируемом компанией денежном потоке, т.е. правами на денежные потоки) и доле прав контроля (доле голосов на общем собрании акционеров, т.е. права голоса) на момент проведения очередных годовых собраний акционеров, обычно в мае–июне каждого года. Разрыв между правами собственности и контроля измеряется как разрыв между правами голоса и правами на денежные потоки крупнейших акционеров компаний. Источником данных является база «СКРИН» — Система комплексного раскрытия информации об эмитентах и профессиональных участниках фондового рынка.

Подчеркнем, что акцент в настоящей работе — как и в большинстве исследований последствий разрыва между правами собственности и контроля — сделан на крупнейшем акционере. В российских реалиях его можно обосновать значительной концентрацией прав собственности и контроля у крупнейших собственников (см., например, (Iwasaki, Mizobata, Muravyev, 2018)), позволяющей им иметь большинство в совете директоров — органе, определяющем рекомендуемый размер дивидендов перед собранием акционеров. В такой ситуации роль вторых, третьих и т.д. акционеров при определении дивидендов оказывается явно второстепенной<sup>5</sup>.

Поясним также расчет ключевого показателя исследования — разрыва между правами собственности и контроля на двух примерах. Согласно данным раздела 6.5 квартального отчета за IV квартал 2019 г., по состоянию на 20 мая 2019 г. крупнейший собственник ПАО «Ростелеком» — Росимущество — владел 48,71% голосов, но только 45,04% капитала компании («доля принадлежавших лицу обыкновенных акций эмитента» и «доля участия лица в уставном капитале эмитента» соответственно). Равным образом, по состоянию на 2 июня 2019 г. крупнейший акционер ПАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез» — ОАО «НГК «Славнефть»» — владел 39,2% капитала, но распоряжался 50,78% голосов на собрании акционеров. Согласно стандартному подходу (например, (Kim, Jo, Yoon, 2013)), это означает разрыв в размере 3,67% и почти в 12% для первой и второй компании соответственно.

Необходимо также подчеркнуть, что дальнейший анализ сфокусирован на дивидендах по обыкновенным акциям российских компаний. Это связано с особенностями статуса привилегированных акций в России, в частности наличия в уставах подавляющего большинства компаний с двумя типами акций положения о том, что дивиденд по привилегированным акциям определяется в виде процента от чистой прибыли (см., например, (Muravyev, 2013))<sup>6</sup>. Подобного рода ограничения на дивиденды не позволяют в полной мере проследить предпочтения менеджеров /

<sup>5</sup> Исследования роли второго крупнейшего акционера при выборе дивидендной политики в целом немногочисленны. Например, (Wang et al., 2023) на китайских данных показывают, что второй крупнейший акционер имеет значение только в ситуации, когда обладает значительным пакетом акций, сопоставимым с пакетом крупнейшего акционера.

<sup>6</sup> Согласно уставу ПАО «Ростелеком», владельцы привилегированных акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда, рассчитываемого в процентах от чистой прибыли компании. При этом дивиденд по привилегированной акции не может быть ниже дивиденда по обыкновенной акции.

контролирующих акционеров в отношении выплаты и размера дивидендов, опираясь на данные по привилегированным акциям. Напротив, эти предпочтения легко увидеть в отношении дивидендов по обыкновенным акциям, свободным от любых ограничений.

Эмпирическая часть данного исследования опирается на методы дескриптивного и эконометрического анализов. Дескриптивный анализ используется для демонстрации динамики и различий в дивидендной политике компаний с одним и двумя типами акций. Методы эконометрического анализа используются для анализа связи между дивидендной политикой российских компаний и структурой акционерного капитала.

Для проверки гипотез Н1 и Н2 используется бинарная зависимая переменная *Div* – для факта выплаты дивидендов по обыкновенным акциям, а для проверки гипотез Н3 и Н4 цензурированная (снизу) переменная *Div ratio* – для размера дивидендов по обыкновенным акциям (доли в чистой прибыли). В случае бинарной зависимой переменной можно использовать как линейную вероятностную модель, так и логит- и пробит-модели. В случае цензурированной зависимой переменной, как правило, применяется Тобит-модель. Важная составляющая анализа – наличие панельных данных, что позволяет моделировать ненаблюдаемую гетерогенность фирм с целью обеспечения состоятельности и / или эффективности оценок параметров модели.

Принимая во внимание существенные недостатки линейной вероятностной модели (гетероскедастичность, предсказанные вероятности за пределами интервала [0, 1] и т.п.), несостоятельность оценок пробит-модели с фиксированными эффектами (Verbeek, 2017) и необходимость существенной вариации зависимой переменной (переключений с 0 на 1) в модели логит с фиксированными эффектами, а также ограничение на размер корреляции до 0,5 для модели логит со случайными эффектами (Maddala, 1983), для проверки гипотез Н1 и Н2 в работе используется пробит-модель со случайными эффектами. В общем виде ее можно представить следующим образом:

$$\text{Prob}(Div = 1) = \Phi(\alpha_i + \beta GAP_{it} + X_{it}\phi + v_i), \quad (1)$$

где в качестве зависимой переменной выступает *Div*, которая принимает значение 1 в случае выплаты дивидендов и 0 при их отсутствии; переменная интереса обозначена *GAP* и может являться либо дамми-переменной для фирм с двумя типами акций (*Dual*), либо мерой разрыва между правами собственности и контроля (*Wedge*); **X** – вектор контрольных переменных;  $\alpha$  – эффект ненаблюдаемых и неизменных во времени характеристик фирм;  $v$  – общие для всех фирм влияния времени (фиксированные влияния периодов наблюдения). Литерой  $\Phi$  обозначена интегральная функция распределения (CDF) стандартного нормального распределения.

Применена модель Тобит, поскольку значительное число компаний не платят дивидендов, что приводит к большому числу нулевых значений в переменной *Div ratio*<sup>7</sup>. Учитывая сложности оценивания модели Тобит с фиксированными эффектами (Verbeek, 2017), для проверки гипотез Н3 и Н4 используется модель Тобит со случайными эффектами. В общем виде модель может быть записана следующим образом (Verbeek, 2017):

$$\begin{aligned} Div\ ratio_{it}^* &= \alpha_i + \beta GAP_{it} + X_{it}\phi + v_i + \varepsilon_{it}, \\ Div\ ratio_{it} &= Div\ ratio_{it}^*, \quad Div\ ratio_{it}^* > 0, \quad Div\ ratio_{it} = 0, \quad Div\ ratio_{it}^* < 0, \end{aligned} \quad (2)$$

<sup>7</sup> Модель Тобит – традиционна для исследований дивидендной политики компаний, см., например, (Thompson, Adasi Manu, 2021; Ershova, Zavertiaeva, Kirpishchikov, 2023).

где зависимой переменной выступает отношение суммы дивидендов к чистой прибыли компании – *Div ratio*, представляющая собой цензурированную в нуле латентную (ненаблюдаемую) непрерывно распределенную переменную *Div ratio*\*

Набор контрольных переменных в моделях (1) и (2) является стандартным для подобных эмпирических работ и включает размер фирмы, рентабельность активов, финансовый рычаг и отраслевые фиктивные переменные (Mancinelli, Ozkan, 2006, Verzins, Vøhren, Stacescu, 2018).

Регрессионный анализ выполнен как на всем массиве данных (назовем его условно, широкой выборки), включающем компании с одним и двумя типами акций, так и на подвыборке компаний с двумя типами акций (узкая выборка). С целью учета потенциальной гетероскедастичности и автокорреляции в модели (1) рассчитаны кластер-робастные стандартные ошибки, а в модели (2) – с применением метода бутстрапирования с 250 репликациями. Оценка параметров всех моделей выполнена с использованием статистического пакета Stata 17.

## 4. Результаты исследования

### 4.1. Дескриптивный анализ

Описательная статистика основных переменных представлена в табл. 1. Из ее данных видно, что 32% компаний имеют два типа акций, что много по мировым стандартам (Муравьев, Телятников, 2024). В среднем 40% компаний платят дивиденды по обыкновенным акциям, направляя на это 18,6% чистой прибыли.

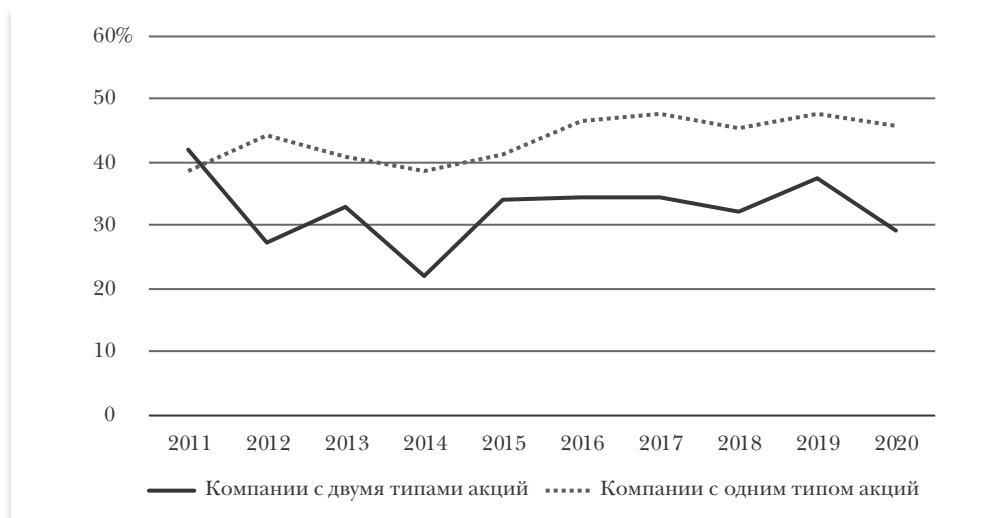
Таблица 1.

Описательная статистика основных переменных

Переменная	Описание	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
<i>Div</i>	Фиктивная переменная для факта выплаты дивидендов по обыкновенным акциям	0,4	0	0,49	0	1
<i>Div ratio</i>	Отношение размера дивидендов по обыкновенным акциям к чистой прибыли компании	0,186	0	0,334	0	1,31
<i>Dual</i>	Фиктивная переменная для двух типов акций	0,32	0,00	0,47	0,00	1,00
<i>Wedge</i>	Разрыв между правами собственности и контроля, %	2	0,00	4,38	-12,57	23,30
<i>ROA</i>	Рентабельность активов, отношение прибыли до налогов к стоимости активов, %	0,07	0,07	0,12	-0,36	0,47
<i>Leverage</i>	Финансовый рычаг (отношение совокупного долга к активам)	0,61	0,5	0,35	0,01	1,79
<i>Firm_size</i>	Размер фирмы, логарифм выручки	23,52	23,83	3,08	0,00	29,79

Примечание. Число наблюдений = 1925.

Источник: рассчитано автором.

**Рис. 1.**

Доля компаний, выплачивающих дивиденды по обыкновенным акциям по годам в разрезе компаний с одним и двумя типами акций

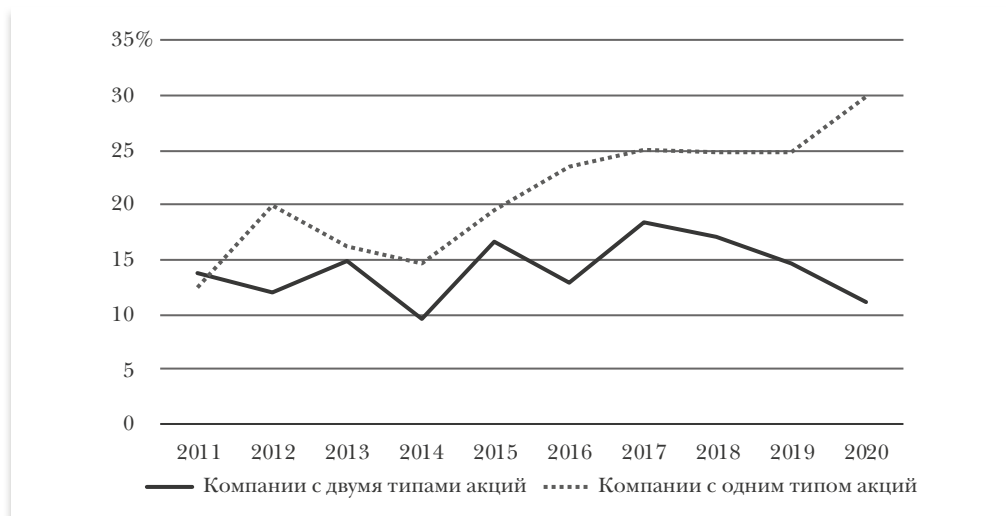
Источник: рассчитано автором.

Среднее значение разрыва между правами собственности и контроля составляет 2% по всему массиву данных (широкая выборка). Если рассматривать только компании с двумя типами акций (узкая выборка), то среднее значение разрыва составит около 6%, оно стабильно во времени и меняется в диапазоне с 5,2 до 6,6% без четко выраженного тренда.

Российским компаниям в среднем свойственна умеренная долговая нагрузка в 58% и умеренная результативность – средняя рентабельность активов составляет 7%. Для исключения возможного влияния выбросов на результаты эконометрического анализа финансовые переменные *Div ratio*, *ROA* и *Leverage* были винзорированы на уровне 2,5%.

Доля компаний, выплачивающих дивиденды по обыкновенным акциям, достаточно стабильна во времени, явного тренда не наблюдается. На рис. 1 видно, что, за исключением 2011 г., доля плательщиков дивидендов по обыкновенным акциям существенно больше в группе компаний с одним типом акций по сравнению с группой компаний, выпустивших два типа акций. В среднем дивиденды по обыкновенным акциям платят 44% компаний с одним типом акций и 32% – с двумя типами акций. Эти данные можно интерпретировать как первое свидетельство негативного влияния сложной структуры акционерного капитала (разрыва между правами собственности и контроля) на дивиденды российских компаний.

Доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов по обыкновенным акциям, после 2011 г. также заметно ниже для компаний с двумя типами акций (рис. 2). Для компаний с одним типом акций в целом заметна тенденция на повышение *Div ratio*, за исключением 2014 г., когда против

**Рис. 2.**

*Div ratio* для компаний с одним и двумя типами акций

Источник: рассчитано автором.

России были введены первые существенные санкции. После 2017 г. заметна тенденция снижения *Div ratio* для компаний с двумя типами акций.

#### 4.2. Эконометрический анализ

Результаты оценивания моделей для проверки выдвинутых гипотез представлены в табл. 2. В столбцах 2–5 представлены результаты для широкой выборки, в столбцах 6–7 – для узкой выборки, включающей только компании с двумя типами акций. Результаты в столбцах 2, 3 и 6 соответствуют пробит-модели бинарного выбора (зависимая переменная – *Div*) со случайными эффектами и представляют собой предельные эффекты. В столбцах 4, 5 и 7 представлены результаты оценивания модели Тобит с зависимой переменной *Div ratio*<sup>8</sup>.

Результаты оценивания моделей для гипотез H1 и H2, где в качестве зависимой переменной выступает бинарная переменная *Div*, представлены в столбцах 2, 3 и 6. Значение *p-value* статистик Вальда меньше 0,05 показывает значимость моделей в целом. Также на основе теста Бройша–Пагана можно сделать вывод о наличии ненаблюдаемой гетерогенности среди компаний на уровне 5% на всем массиве данных и на уровне 10% – на узкой выборке компаний с двумя типами акций, что свидетельствует о необходимости использовать модели со случайными эффектами в силу неэффективности оценок моделей сквозной регрессии.

Результаты в столбце 2 показывают, что предельные эффекты при переменной *Dual* равен  $-0,084$  и статистически значим на уровне 5%. Это означает, что вероятность выплаты дивидендов компаниями с двумя типами акций на 8,4% ниже, чем в компаниях с одним типом акций. Этот результат не дает оснований отвергнуть гипотезу H1.

В столбцах 3 и 6 представлены результаты для переменной интереса *Wedge*. Коэффициенты при переменной статистически значимы на уровне 1% и имеют

<sup>8</sup> Также в рамках регрессионного анализа были рассмотрены динамические модели, по результатам которых основные выводы не меняются.

Таблица 2.

## Результаты регрессионного анализа

Гипотеза	H1	H2	H3	H4	H2	H4
1	2	3	4	5	6	7
Зависимая переменная	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div ratio</i>	<i>Div ratio</i>	<i>Div</i>	<i>Div ratio</i>
<i>Dual</i>	-0,084** (0,039)		-0,152* (0,084)			
<i>Wedge</i>		-0,012*** (0,004)		-0,029*** (0,009)	-0,012*** (0,004)	-0,031*** (0,012)
<i>Leverage</i>	-0,281*** (0,055)	-0,287*** (0,055)	-0,529*** (0,117)	-0,537*** (0,112)	-0,324*** (0,076)	-0,757*** (0,185)
<i>Firm_size</i>	0,043** (0,019)	0,043** (0,019)	0,087** (0,042)	0,085** (0,038)	0,012** (0,005)	0,013 (0,034)
<i>ROA</i>	0,698*** (0,109)	0,699*** (0,109)	1,642*** (0,214)	1,660*** (0,211)	0,571*** (0,191)	1,676*** (0,476)
<i>Industry dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Time dummies</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Число наблюдений	1925	1925	1925	1925	605	618

**Примечание.** Для зависимой переменной *Div* указаны значения предельных эффектов, а для зависимой переменной *Div ratio* – непосредственно коэффициенты регрессии; *Industry dummies* – переменная индустрий; *Time dummies* – переменная времени. В скобках указаны кластер-робастные стандартные ошибки для пробит-модели и ошибки, рассчитанные методом бутстрапирования, для модели Тобит. При оценивании пробит-модели на узкой подвыборке в двух отраслях оказывается недостаточно наблюдений для корректного оценивания параметров, в результате чего 13 наблюдений не используются. Уровни значимости коэффициентов / предельных эффектов помечены символами «\*\*\*», «\*\*», «\*», они значимы на уровне 1, 5 и 10% соответственно.

Источник: рассчитано автором.

отрицательный знак, как для всего массива данных (столбец 3), так и для подвыборки компаний с двумя типами акций (столбец 6). Таким образом, увеличение разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера на 1 п.п. снижает вероятность выплаты дивидендов по обыкновенным акциям в среднем на 1,2%<sup>9</sup>. Важно отметить, что значение оценок на широкой и узкой выборке совпадает, это может свидетельствовать об устойчивости результатов в целом. Полученные оценки не дают оснований отвергнуть гипотезу H2.

Результаты оценивания моделей для гипотез H3 и H4, где в качестве зависимой переменной выступает непрерывная переменная *Div ratio*, представлены в столбцах 4, 5 и 7 табл. 2. В столбцах 4 и 5 показаны оценки для полного набора данных, в столбце 7 – для компаний с двумя типами акций. Результаты получены при помощи Тобит-модели со случайными эффектами и с левосторонним ограничением зависимой переменной в нуле. Все модели статистически значимы, значение p-value статистик Вальда < 0,05.

Результаты в столбце 4 показывают, что оценка параметра при переменной интереса *Dual* статистически значима на уровне 10%. *Div ratio* для компаний

<sup>9</sup> Стоит отметить, что в данных есть небольшое число компаний с отрицательным разрывом. Он возникает, когда крупнейший акционер владеет заметной долей привилегированных акций. Никаких последствий для дескриптивного анализа данных и интерпретации коэффициентов регрессии в данном анализе это не несет. Увеличение разрыва от -3 до -2% интерпретируется в том же ключе, что и рост от 5 до 6% (как рост разрыва). Малое число отрицательных значений не позволяет исследовать вопрос более детально (например, различающиеся эффекты, разные β для отрицательных и положительных значений разрыва).

с двумя типами акций – в среднем на 15,2 п.п. меньше, чем для компаний с одним типом акций. Этот результат не позволяет отвергнуть гипотезу Н3.

Результаты оценок переменной интереса *Wedge* статистически значимы на уровне 1% как для широкого набора данных (столбец 5), так и только для компаний с двумя типами акций (столбец 7). Увеличение разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера на 1 п.п. снижает *Div ratio* на 2,9 п.п. на всем массиве данных и на 3,1 п.п. – только для компаний с двумя типами акций. В целом, оценки по широкой и узкой выборкам несильно отличаются, что подтверждает устойчивость результатов. Таким образом, полученные оценки не дают оснований отвергнуть гипотезу Н4.

Все контрольные переменные имеют ожидаемые знаки. Оценки коэффициентов финансового рычага и рентабельности активов статистически значимы на уровне 1% для всех спецификаций. Более эффективные компании в среднем с большей вероятностью выплатят дивиденды, а их размер будет больше, в то время как увеличение финансового рычага снижает как вероятность выплаты дивидендов, так и их размер. Оценка параметра при переменной размера фирмы значима на уровне 5% для всей выборки. Более крупные компании в среднем с большей вероятностью выплатят дивиденды, и их размер будет больше.

## 5. Заключение

Настоящее исследование мотивировано неоднозначными результатами теоретических и эмпирических работ, исследующих влияние сложной структуры акционерного капитала и разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера на дивидендную политику компаний, а также слабо изученной дивидендной политикой российских компаний.

В работе используется уникальный и собранный частично вручную массив данных для всей генеральной совокупности российских публичных нефинансовых компаний с 2011 по 2020 г. Важная особенность российских данных – их квазиэкспериментальный характер, связанный с тем, что 89% компаний со сложной структурой акционерного капитала были созданы в ходе приватизации и реорганизации секторов (в частности электроэнергетики), т.е. *по инициативе государства*. Эта особенность может быть с успехом использована в дальнейших эмпирических исследованиях, направленных на более полное понимание последствий отделения собственности от контроля в корпорациях.

С помощью эконометрического анализа установлено, что наличие двух типов акций в российских компаниях приводит к снижению вероятности выплаты дивидендов по обыкновенным акциям, а также к снижению размера дивидендов. Данные результаты согласуются с исследованием (Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014), выполненным на американских данных, но не совпадают с нейтральным влиянием, выявленным в квазиэкспериментальных условиях Швейцарии (Nüesch, 2016).

Подтвержденное негативное влияние разрыва между правами собственности и контроля крупнейшего акционера совпадает с результатами (Amoako-Adu, Baulkaran, Smith, 2014) на американских данных, с оценками из (Kim, Jo, Yoon, 2013) на корейских данных, а также (Haw et al., 2018) на широком наборе данных из 22 стран Восточной Азии и Западной Европы. Результаты (Haw et al.,

2018) свидетельствуют о том, что развитие правовых институтов может нивелировать негативное влияние разрыва, что может быть актуально и для России.

Выявленные результаты свидетельствуют об усилении агентской проблемы между крупнейшим акционером и миноритариями в компаниях с двумя типами акций и в компаниях с большим разрывом между правами собственности и контроля крупнейшего акционера. В практической плоскости результаты данного исследования могут послужить основой для обновления регуляторных правил по отношению к таким компаниям и для формирования дивидендных инвестиционных портфелей.

Необходимо отметить несколько ограничений данной работы. Во-первых, в работе анализируются только публичные нефинансовые компании. Таким образом, нельзя прямо переносить полученные результаты на непубличные компании или компании финансового сектора. Во-вторых, в работе не учтены другие механизмы усиления прав контроля (коалиции акционеров, пирамидальные структуры владения и т.д.) ввиду отсутствия достоверных данных. В-третьих, в настоящей статье рассматривается дивидендная политика применительно только к обыкновенным акциям. Это связано с неполной свободой действий менеджеров / крупных акционеров при выборе дивидендов по привилегированным акциям, поскольку эти дивиденды, как правило, фиксированы или иным образом регламентированы в уставах российских компаний.

#### ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Алексеева Л.В., Березинец И.В., Ильина Ю.Б.** (2011). Влияние структуры собственности на дивидендную политику российских компаний // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. № 4. С. 3–31. [**Alekseeva L.V., Berezinets I.V., Plyina Y.B.** (2011). Influence of ownership structure on dividend policy of Russian companies. *Vestnik of St. Petersburg University. Management*, 4, 3–31 (in Russian).]
- Муравьев А.А., Телятников Н.С.** (2024). Компании с акциями разных типов: мировой опыт и российская практика // *Journal of Applied Economic Research*. № 3. С. 801–832. [**Muravyev A.A., Telyatnikov N.S.** (2024). Dual class stock companies: Global experience and Russian practice. *Journal of Applied Economic Research*, 3, 801–832 (in Russian).]
- Amoako-Adu B., Baulkaran V., Smith B.F.** (2014). Analysis of dividend policy of dual and single class US corporations. *Journal of Economics and Business*, 72, 1–29.
- Bajaj M., Vijh A.M.** (1990). Dividend clientele and the information content of dividend changes. *Journal of Financial Economics*, 26 (2), 193–219.
- Baker H.K., Jabbouri I.** (2017). How Moroccan institutional investors view dividend policy. *Managerial Finance*, 43 (12), 1332–1347.
- Berezinets I., Plyina Y., Alekseeva L.** (2017). Dividend policy and ownership structure: A study of Russian dual-class stock companies. *Corporate Ownership & Control*, 15 (1–1), 199–212.
- Berle A., Means G.** (1932). *The modern corporation and private property*. N.Y.: Commerce Clearing House.
- Berzins J., Bøhren Ø., Stacescu B.** (2018). Shareholder conflicts and dividends. *Review of Finance*, 22 (5), 1807–1840.
- Bhattacharya S.** (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 259–270.

- Black F.** (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2 (2), 5–8.
- Bulan L.T., Subramanian N.** (2009). The firm life cycle theory of dividends. *Dividends and Dividend Policy*, 1, 201–213.
- Cesari A. de** (2012). Expropriation of minority shareholders and payout policy. *The British Accounting Review*, 44 (4), 207–220.
- Ershova T., Zaveritiaeva M., Kirpishchikov D.** (2023). The impact of influential shareholders on corporate dividend policy: Evidence from Russia. *Journal of Economic Studies*, 50 (4), 821–839 (in English).
- Forst A., Hettler B., Barniv R.R.** (2019). Insider ownership and financial analysts' information environment: Evidence from dual-class firms. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34 (1), 30–53.
- Gompers P.A., Ishii J., Metrick A.** (2010). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, 23 (3), 1051–1088.
- Gugler K., Yurtoglu B.B.** (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47 (4), 731–758.
- Haw I.M., Leung O., Liu Y., Wu W.** (2018). The impact of investment opportunities and investor protection on the dividend policies of ultimate owners. *NTU Management Review*, 28 (1), 175–212.
- Iwasaki I., Mizobata S., Muravyev A.** (2018). Ownership dynamics and firm performance in an emerging economy: A meta-analysis of the Russian literature. *Post-Communist Economies*, 30 (3), 290–333.
- Jensen M.C.** (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323–329.
- Jordan B.D., Liu M.H., Wu Q.** (2014). Corporate payout policy in dual-class firms. *Journal of Corporate Finance*, 26, 1–19.
- Kim H.J., Jo H., Yoon S.S.** (2013). Controlling shareholders' opportunistic use of share repurchases. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41, 203–224.
- Kim J., Matos P., Xu T.** (2018). Multi-class shares around the world: The role of institutional investors. *Working paper Darden School of Business*, November 2018.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.** (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55 (1), 1–33.
- Lei A.Y., Li H., Yu J.** (2019). Corporate payouts in dual classes. *Managerial Finance*, 45 (12), 1542–1562.
- Lin Y.H.** (2017). Revisiting corporate control-enhancing mechanisms. In: P.M. Vasudev, S. Watson (eds.). *Global capital markets: A survey of legal and regulatory trends*. Cheltenham/Northampton: Edward Elgar.
- Maddala G.S.** (1983). *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*. No. 3. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mancinelli L., Ozkan A.** (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 12 (03), 265–282.
- Miller M.H., Modigliani F.** (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411–433.
- Miller M.H., Rock K.** (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031–1051.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W.** (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.

- Muravyev A.** (2013). Investor protection and the value of shares: Evidence from statutory rules governing variations of shareholders' class rights in an emerging market. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 29 (6), 1344–1383.
- Nguyen V.T., Xu L.** (2010). The impact of dual class structure on earnings management activities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (3–4), 456–485.
- Nüesch S.** (2016). Dual-class shares, external financing needs, and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 20, 525–551.
- Shleifer A., Vishny R.W.** (1986). Large shareholders and corporate control. Part 1. *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461–488.
- Shleifer A., Vishny R.W.** (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737–783.
- Thompson E.K., Adasi Manu S.** (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21 (5), 737–753.
- Verbeek M.** (2017). *A guide to modern econometrics*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Wang Q., Tang X., Liang H., Xue Y., Sun X.** (2023). How the second largest shareholder affects cash dividends? An empirical study in China. *International Journal of Emerging Markets*, 20 (4).

Поступила в редакцию 30.07.2024

Received 30.07.2024

N.S. Telyatnikov

National Research University Higher School of Economics (HSE University),  
Saint Petersburg, Russia

## The wedge between ownership and control and the dividend policy of the Russian companies

**Abstract.** The study of dividend policy in the context of corporate governance is of great interest due to the mixed results in both theoretical and empirical analyses. The article tests hypotheses about the impact of dual class stock and the associated gap between ownership and control in the hands of the largest shareholder on the likelihood of dividend payment and its size. The study uses a unique and partially manually collected dataset covering the entire population of the Russian public non-financial companies from 2011 to 2020, the shares of which were listed at the Moscow Exchange. The paper is especially valuable due to the quasi-experimental conditions of the Russian economy, where most companies with dual class stock emerged as a result of government decisions on privatization and reorganization of industries. According to the econometric analysis results the probability of paying dividends is lower in companies with dual class stock as compared to companies with single class shares. Moreover, as the wedge between ownership and control rights of the largest shareholder increases, both the probability of dividend payments and its size decrease. This study may have practical value for the regulator (improvements in the rules governing dual class stock companies) and stock market participants (choice of dividend investment portfolios).

**Keywords:** *dual class stock, ownership-control wedge, dividend policy.*

For reference: **Telyatnikov N.S.** (2025). The wedge between ownership and control and the dividend policy of the Russian companies. *Journal of the New Economic Association*, 4 (69), 118–132 (in Russian).

DOI: 10.31737/22212264\_2025\_4\_118-132

EDN: ZWVIRZ