

**Финансирование компаний с учетом решений о сглаживании дивидендных выплат (на примере компаний с развивающихся рынков капитала)**

**Научный руководитель – Пирогов Никита Константинович**

**Леонова Варвара Владимировна**

*Студент (магистр)*

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Факультет экономических наук, Москва, Россия

*E-mail: varvarale@gmail.com*

Более полувека назад в работе Линтнера (Lintner, 1956) было отмечено, что среди американских компаний есть тенденция сглаживать выплаты акционерам, в частности, дивиденды. В дальнейшем во многих странах это эмпирическое наблюдение подтвердилось. Помимо этого, внимание исследователей привлекала проблема построения и выбора соотношения долга к собственному капиталу. Несмотря на то, что обе указанные политики проводятся внутри одной компании, только в последних работах (Aggarwal, Kyaw, 2010; Al-Najjar, 2011; Lee и др., 2015) авторы стали говорить о необходимости рассматривать их вместе.

В теоретических работах Ламбреха и Майерса (Lambrecht, Myers, 2012, Lambrecht, Myers, 2014) была предложена модель положительной зависимости между политикой дивидендных выплат и решением о финансировании, базирующаяся на предпосылке о существовании агентского конфликта. Если среди крупных прибыльных публичных компаний существует стабилизация выплат, то для поглощения негативных шоков прибыли они могут прибегнуть к краткосрочному заемному финансированию. Частичное подтверждение модель нашла в работе по американскому рынку (Hoang, Nohha, 2016), сделав, таким образом, актуальным дальнейшее исследование в этом направлении. Однако другие авторы находили обратную взаимосвязь (Lee и др., 2015; Al-Najjar, 2011).

Целью данной работы является выявление влияния решений о сглаживании дивидендов на формирование структуры капитала. В качестве объекта были выбраны крупные публичные компании из стран БРИК и США, как представители развитых и развивающихся рынков. Предметом работы является финансовая политика с учетом стабильных дивидендных выплат.

Для достижения поставленной цели были выделены следующие задачи:

- 1) Проанализировать дивидендную политику компаний и выявить, стабилизируют ли они выплаты.
- 2) Рассмотреть взаимосвязь между краткосрочным долгом и стабильными (нестабильными) дивидендами.
- 3) Предложить объяснение дивидендной политике через наличие агентского конфликта или асимметрии информации.
- 4) Объяснить политику финансирования через наличие рыночных несовершенств.
- 5) Выявить теорию, которая более точно объясняет найденную взаимосвязь между политикой дивидендных выплат и формирования структуры капитала.

Методологически в данной работе были применены две модели: модель частичного приспособления для зависимости между дивидендами и прибылью компании, выведенная Линтнером в 1956 году, и система одновременных уравнений, в которой зависимыми переменными выступают краткосрочный долг и дивиденды по обыкновенным акциям, а объясняющими - показатели, отражающие наличие агентского конфликта и асимметрии информации на рынке.

\*\*\*

Рассматривая крупные публичные компании из стран БРИК и США, было выявлено, что наибольшая стабилизация дивидендов по обыкновенным акциям присутствует среди китайских и американских фирм (скорость конвергенции 36% и 20% соответственно), в то время как на рынке Бразилии, где скорость приспособления равна 90%, гипотеза об их сглаживании была отвергнута.

О предпочтениях фирм направлять краткосрочный долг на финансирование такой дивидендной политики можно говорить только для США. В остальных странах фирмы уменьшают величину займов с ростом дивидендных выплат, несмотря на частичную стабилизацию дивидендов. Результаты по оцениванию системы уравнений с общим долгом оказались похожими. Во всех пяти странах его влияние на дивиденды отрицательное. Обратная зависимость также отрицательна везде, кроме США и Бразилии. Таким образом, в России, Китае и Индии фирмы не считают необходимым увеличивать долг и платить дивиденды из собранных через него средств. Однако американские и бразильские фирмы повышают заемный капитал при увеличении суммы дивидендов.

Причиной отрицательной взаимозависимости между краткосрочным долгом и дивидендами является проблема асимметрии информации. В странах БРИК компании замещают долг политикой сглаживания дивидендов, используя его в качестве инструмента для сигнализирования о своем устойчивом финансовом состоянии. Американские фирмы предпочитают бороться с данной проблемой через стабилизацию дивидендов.

### Источники и литература

- 1) Зальцман А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит И Финансовый Анализ. 2012. № 1. С. 233–241.
- 2) Пирогов Н.К., Кравчук Д. Модель Линтнера: примеры развивающихся рынков капитала // Корпоративные Финансы. 2011. № 4 (20). С. 5–11.
- 3) Aggarwal R., Kyaw N.A. Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence // Int. Rev. Financ. Anal. 2010. Т. 19. № 2. С. 140–150.
- 4) Aivazian V., Booth L., Cleary S. Dividend policy and the organization of capital markets // J. Multinatl. Financ. Manag. 2003. Т. 13. № 2. С. 101–121.
- 5) Al-Malkawi H.-A.N., Bhatti M.I., Magableh S.I. On the dividend smoothing, signaling and the global financial crisis // Econ. Model. 2014. Т. 42. С. 159–165.
- 6) Almeida H., Campello, M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash // J. Finance. 2004. Т. 59. № 4. С. 1777–804.
- 7) Al-Najjar B. The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data // Int. Rev. Appl. Econ. 2011a. Т. 25. № 2. С. 209–224.
- 8) Antoniou A., Guney Y., Paudyal K. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions // J. Financ. Quant. Anal. 2008. Т. 43. № 01. С. 59.
- 9) Arellano M., Bond S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations // Rev. Econ. Stud. 1991. Т. 58. № 2. С. 277.

- 10) Bakke T.-E., Whited T.M. Threshold events and identification: A study of cash shortfalls // *J. Finance*. 2012. Т. 67. № 3. С. 1083–1111.
- 11) Brav A. и др. Payout policy in the 21st century // *J. Financ. Econ.* 2005. Т. 77. № 3. С. 483–527.
- 12) Brealey R.A., Myers S.C. *Principles of Corporate Finance*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin, 2003. Вып. 7. ed., internat. ed. 322 с.
- 13) Chemmanur T.J. и др. Is dividend smoothing universal? // *J. Corp. Finance*. 2010. Т. 16. № 4. С. 413–430.
- 14) Chen J.J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies // *J. Bus. Res.* 2004. Т. 57. № 12. С. 1341–1351.
- 15) Crutchley C.E., Hansen R.S. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends // *Financ. Manag.* 1989. Т. 18. № 4. С. 36.
- 16) DeAngelo H., DeAngelo L. Capital structure, payout policy, and financial flexibility // *Marshall Sch. Bus. Work. Pap. No FBE*. 2007. С. 02–06.
- 17) DeAngelo H., DeAngelo L., Whited T.M. Capital structure dynamics and transitory debt // *J. Financ. Econ.* 2011. Т. 99. № 2. С. 235–261.
- 18) Driscoll J.C., Kraay A.C. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data // *Rev. Econ. Stat.* 1998. Т. 80. № 4. С. 1530–9142.
- 19) Easterbrook F.H. Two agency-cost explanations of dividends // *Am. Econ. Rev.* 1984. № 74(4). С. 650–659.
- 20) Fama E.F., Babiak H. Dividend Policy: An Empirical Analysis // *J. Am. Stat. Assoc.* 1968. Т. 63. № 324. С. 1132–1161.
- 21) Fama E.F., French K.R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt // *Rev. Financ. Stud.* 2002. Т. 15. № 1. С. 1–33.
- 22) Fudenberg D., Tirole J. A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents // *J. Polit. Econ.* 1995. Т. 103. № 1. С. 75–93.
- 23) Guttman I., Kadan O., Kandel E. Dividend Stickiness and Strategic Pooling // *Rev. Financ. Stud.* 2010. Т. 23. № 12. С. 4455–4495.
- 24) Hoang E.C., Hoxha I. Corporate payout smoothing: A variance decomposition approach // *J. Empir. Finance*. 2016. Т. 35. С. 1–13.
- 25) Javakhadze D., Ferris S.P., Sen N. An international analysis of dividend smoothing // *J. Corp. Finance*. 2014a. Т. 29. С. 200–220.
- 26) Jensen G.R., Solberg D.P., Zorn T.S. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies // *J. Financ. Quant. Anal.* 1992. Т. 27. № 2. С. 247.
- 27) Jensen M.C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers // *Corp. Finance Takeovers Am. Econ. Rev.* 1986. Т. 76. № 2.
- 28) Jensen M.C., Meckling W.H. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Theory Firm Bd.* 1976. Т. 1. С. 248–306.
- 29) Jeong J. Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea // *Emerg. Mark. Rev.* 2013. Т. 17. С. 76–88.
- 30) Lambrecht B.M., Myers S.C. A Lintner model of payout and managerial rents // *J. Finance*. 2012. Т. 67. № 5. С. 1761–1810.

- 31) Lambrecht B.M., Myers S.C. The Dynamics of Investment, Payout and Debt // Work. Pap. 2014.
- 32) Leary M.T., Michaely R. Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence // Rev. Financ. Stud. 2011. T. 24. № 10. С. 3197–3249.
- 33) Lee C.-F. и др. Applications of simultaneous equations in finance research: methods and empirical results // Rev. Quant. Finance Account. 2015.
- 34) Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes // Am. Econ. Rev. 1956. С. 97–113.
- 35) McCabe G.M. The empirical relationship between investment and financing: a new look // J. Financ. Quant. Anal. 1979. T. 14. № 01. С. 119–135.
- 36) Michaely R., Roberts M.R. Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms // Rev. Financ. Stud. 2012. T. 25. № 3. С. 711–746.
- 37) Miller M.H., Scholes M.S. Dividends and taxes // J. Financ. Econ. 1978. № 6. С. 333–364.
- 38) Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Am. Econ. Rev. 1958. T. 48. № 3. С. 261–297.
- 39) Modigliani F., Miller M.H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // J. Bus. 1961. T. 34. № 4. С. 411–433.
- 40) Modigliani F., Miller M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction // Am. Econ. Rev. 1963. T. 53. № 3. С. 433–443.
- 41) Myers S.C. The capital structure puzzle // J. Finance. 1984. T. 39. № 3. С. 574–592.
- 42) Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // J. Financ. Econ. 1984. T. 13. № 2. С. 187–221.
- 43) Peterson P.P., Benesh G.A. A reexamination of the empirical relationship between investment and financing decisions // J. Financ. Quant. Anal. 1983. T. 18. № 04. С. 439–453.
- 44) Skinner D.J. The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases // J. Financ. Econ. 2008. T. 87. № 3. С. 582–609.
- 45) Switzer L. The Determinants of Industrial R&D: A Funds Flow Simultaneous Equation Approach // Rev. Econ. Stat. 1984. T. 66. № 1. С. 163.
- 46) Tong G., Green C.J. Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies // Appl. Econ. 2005. T. 37. № 19. С. 2179–2189.
- 47) Wang G.Y. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance // J. Serv. Sci. Manag. 2010. T. 03. № 04. С. 408–418.
- 48) <http://www.wsj.com/articles/SB125470107157763085>
- 49) <http://www.smh.com.au/business/miroang-and-resources/bhp-open-to-using-debt-to-pay-dividends-20151022-gkgccu.html>
- 50) <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2014/01/22/goskomparoyam-propishut-rost-dividendov>
- 51) <http://www.kommersant.ru/doc/2187974>