

## МЕЖСТРАНОВОЙ СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ: РОССИЙСКИЙ И ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

**Т. В. ТЕПЛОВА, А. А. ЗАЛЬЦМАН**

*Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»*

В статье представлены межстрановые статистические сопоставления ключевых показателей дивидендного выбора по публичным компаниям нескольких рынков капитала (компаниям, формирующим фондовые индексы стран) в период с 2001 по 2014 г. Подробно сопоставлена практика дивидендных выплат в четырех европейских странах с максимально доступным сопоставимым числом публичных компаний: России, Польше, Германии и Франции. В частности, приводится анализ практики дивидендных выплат публичных компаний РФ в сопоставлении с тенденциями, наблюдаемыми на глобальном рынке капитала (США, европейские страны, иные страны БРИК). Выявлены общие черты и специфика дивидендного выбора компаний по широкому набору показателей.

*Ключевые слова:* практики дивидендных выплат, дивидендный выход, дивидендная доходность, дивидендные даты, стабильность дивидендов.

Проблематика расчетов компании с акционерами (в простейшем виде — дивидендов в денежной форме) является одной из ключевых в корпоративных финансах наряду с выбором структуры капитала и инвестиционной политикой. Факторы, влияющие на выбор между дивидендами (текущими выгодами) и инвестициями (будущими выгодами), хорошо описаны на модельном уровне в контексте создания компаниями рыночной стоимости (см., напр.: [Miller,

Modigliani, 1961] — классическую работу по совершенному рынку и роли налоговых «трений»). Имеются работы, раскрывающие на модельном уровне влияние на дивидендные выплаты таких факторов, как развитие финансового рынка страны и финансовых институтов (эти факторы определяют уровень асимметрии информации между ключевыми стейкхолдерами), структура акционерного капитала и агентских конфликтов<sup>1</sup>, структура долга

<sup>1</sup> Например, в работе [Yu Fang Zhao et al., 2015] на примере китайских публичных компаний показано, что компании больше платят денежных дивидендов после проведения сделок частного размещения акций.

(публичный или банковский), наличие регулятивных ограничений (например, запрет на выкуп акций). Предложены и объяснения для решений по инициации дивидендов, отказу от выплат и по эффекту их «липкости»<sup>2</sup>, при этом вопросы выбора частоты выплат по году и дат объявлений менее изучены.

Вызовом для нашего исследования является установленный факт, что практика принятия решений (в данном случае о дивидендных выплатах) зачастую расходится с модельными конструкциями. Это может быть связано с различающимися мотивами поведения ключевых собственников, размером компаний и этапом жизненного цикла, на котором они находятся. Зачастую именно выявление различий и особенностей в принятии решений ведет к поиску новых моделей, объясняющих дивидендный выбор компаний.<sup>3</sup> Именно реальная практика принятия дивидендных решений публичными компаниями ряда стран является предметом нашего исследования. Акцент в нем сделан на выявлении отличий российского опыта от зарубежных практик.

Эмпирические работы показывают, что практика дивидендных выплат с учетом несовершенств финансовых рынков весьма разнообразна (см., напр.: [Allen, Michaely, 2003; Brav et al., 2005; Teplova, Shagaleeva, 2010; Breuer, Rieger, Soypak, 2014]), как разнообразны и условия функционирования компаний, мотивация ключевых собственников, оказывающих значимое влияние на дивидендный выбор. С точки зрения формирования «лучших практик» для менеджеров (которые в идеальной модели должны бороться за деньги инвесторов на глобальном рынке и формировать конкурентные преимущества компании не только на товарном рынке или рынке труда, но и на рынке капи-

тала через привлечение стратегических инвесторов с относительно низкой стоимостью капитала (cost of equity)) для построения инвестиционных стратегий с учетом позиции профессиональных участников рынка (институциональных инвесторов) и частных (розничных) инвесторов необходим мониторинг практик дивидендных выплат. Этот мониторинг может быть обеспечен тщательным изучением дескриптивной статистики дивидендного выбора компаний, что и будет продемонстрировано в нашей работе.

Другой аргумент в пользу необходимости мониторинга дивидендных выплат в сопоставлении по странам и секторам экономики — существующие результаты обзорных исследований на основе опросов (surveys), напр.: [Graham, Harvey, 2001; 2002]. Опросные исследования показывают, что при формировании дивидендной политики советы директоров (СД) и топ-менеджмент компаний часто ориентируются на показатели выплат по компаниям-аналогам и сложившиеся отраслевые пропорции. Большинство таких обзорных исследований проведено на развитых рынках капитала (США, Великобритания), что затрудняет прямой перенос их результатов на российский рынок. Однако упрощенное сопоставление российских компаний (анализ интервью СЕО и председателей СД в газетах «Ведомости», РБК, «Коммерсант»; анализ положений о дивидендной политике (ДП), размещенных на сайтах компаний; данные по выплатам публичных компаний РФ) показывает, что за редким исключением (МТС, «Норильский никель», «Уралкалий»<sup>4</sup>,

<sup>2</sup> «Липкость» (stickiness) — термин, введенный Дж. Линтнером [Lintner, 1956] и подчеркивающий высокую вероятность продолжения практики денежных выплат после инициации.

<sup>3</sup> Яркий пример — работа [Lintner, 1956] по 28 американским компаниям (рассматриваемый период — 1947–1953 гг.).

<sup>4</sup> В 2015 г. принята новая дивидендная политика компании, согласно которой объем выплат акционерам не привязывается к доле чистой прибыли, а определяется исходя из текущих финансовых возможностей «Уралкалия». Это положение позволяет компании направить на выкуп акций в 2015 г. значительные суммы, несмотря на убытки по 2014 г. и отказ от денежных дивидендов. Финансовые аналитики объясняют такое решение Совета директоров стремлением поддержать мажоритарных акционеров компании.

НЛМК<sup>5</sup>) компании следуют стандартной практике выплат, увязывают выплаты с чистой прибылью («Башнефть», «Акрон», «Ростелеком» и др.). В качестве примеров «лучших практик» отметим акцент в дивидендной политике на показатель свободного денежного потока, требование неснижения *DPS* (*dividends per share*), увязку дополнительных денежных дивидендов с наличием неоперационных денежных потоков (например, от продажи активов). В качестве обратного примера можно выделить увязку «всплесков» дивидендов с потребностью в деньгах у основных акционеров (не фиксируемый формально, но явно присутствующий фактор по российскому рынку, примеры — «Норильский никель», ММК (в период приватизации госпакета акций) и др.).

Понимание закономерностей дивидендного выбора на конкурирующих с российским рынками, сложившихся значений ключевых дивидендных показателей даст российским менеджерам понимание правильного направления совершенствования практики дивидендных выплат в части как размера и стабильности выплат, так и выбора дивидендных дат. Для рыночных инвесторов, которые активно размещают капитал на зарубежных рынках, сопоставление российских данных с близкими и понятными в силу длительных торговых отношений рынками (Польша, Германия, Франция) позволит объективно оценить конкурентные преимущества тех или иных дивидендных историй на уровне фондового индекса (т.е. не по отдельным компаниям, а по страновому портфелю).

<sup>5</sup> Согласно дивидендной политике НЛМК (принята в 2015 г.) дивиденды компания будет платить 4 раза в год и сумма будет увязана с долговой нагрузкой: если отношение чистого долга к *EBITDA* по итогам квартала меньше 1 (по итогам IV квартала 2014 г. — 0,67), то компания будет выплачивать сумму в пределах 50% чистой прибыли и 50% свободного денежного потока. Если долговая нагрузка будет выше 1, то сумма дивидендов будет рассчитана в пределах 30% свободного денежного потока и 30% чистой прибыли.

Еще один вызов в изучении практик дивидендных выплат для российских компаний — существенные изменения как в макроэкономической ситуации (затяжная рецессия), так и в налоговом законодательстве. Изменение ситуации на рынке (повышение с 2015 г. ставки на дивиденды по акциям российских компаний с 9%<sup>6</sup> до 13% для физических<sup>7</sup> и юридических лиц<sup>8</sup> и до 15% — для иностранных организаций<sup>9</sup>, кризисные явления в экономике и резкое падение прибыли и денежных потоков компаний) и в мотивации собственников (контролирующих акционеров) может существенно изменить практику расчетов с акционерами. Вместе с тем введение с 2015 г. на российском рынке индивидуальных инвестиционных счетов и налоговых льгот при трехлетнем инвестировании на фондовом рынке порождает пусть слабую, но надежду на формирование класса долгосрочных рыночных (частных) инвесторов, которые заинтересованы в понимании временной шкалы дивидендных дат, а также частоты дивидендных выплат,

<sup>6</sup> Следует иметь в виду, что по российскому налоговому законодательству у компании как источника выплат дивидендов имеются льготы и эффективная ставка налога на дивиденды может оказаться ниже, чем фискальная. Например, вместо 9% компании могли до 2015 г. начислять для физических лиц налог в размере 8,7% или 7,75% (это зависит от величины получаемых и выплачиваемых компанией дивидендов).

<sup>7</sup> «Дивидендная» ставка НДФЛ, даже если дивиденды будут выплачиваться в 2015 г. по результатам работы компании 2014 г.

<sup>8</sup> Существуют льготы (0%) при владении более 50% собственности более года в компании — плательщике дивидендов.

<sup>9</sup> В целях налогообложения применяется единое понятие «дивиденды» как любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации (п. 1 ст. 43 НК РФ), ФЗ «О внесении изменений в часть вторую НК РФ и отдельные законодательные акты РФ», 2014 г.

размера и стабильности (в сопоставлении с зарубежными компаниями-аналогами).

Необходимо также отметить, что описательная статистика по компаниям разных стран и полученные адекватным образом оценки важны и для корректного проведения исследовательских работ с соответствующими выводами по межстрановым сопоставлениям на базе эконометрических методов.

Безусловно, существуют работы, анализирующие российскую практику дивидендных выплат (см., напр.: [Лукаевич, 2007; Ружанская, Лукьянов, 2010; Зальцман, 2012]), реакцию цен акций на объявления дивидендов [Теплова, 2008; 2011; Березинец, Булатова, Ильина, 2013; Рогова, Бердникова, 2014], поведение цен акций в период вокруг даты закрытия реестра [Теплова, 2010], в то же время пока отсутствуют российские работы, посвященные межстрановым сопоставлениям дивидендной практики компаний. Подробный анализ дескриптивной статистики может рассматриваться как первый, но обязательный шаг для дальнейших более глубоких исследований в данной области.

### 1. Дескриптивная статистика дивидендного выбора: обзор исследований

Хотя межстрановые исследования составляют значительную часть работ, посвященных эмпирическому тестированию гипотез о дивидендном выборе компаний, в большинстве из них не приводится описательная статистика по странам (см. напр.: [Aivazian, Booth, Cleary, 2003; Brav et al., 2005; Breuer, Rieger, Soypak, 2014]) или по конкретной изучаемой стране<sup>10</sup> (т.е.

<sup>10</sup> Например, по работе [Yu Fang Zhao et al., 2015], несмотря на интересные итоговые выводы о влиянии частных размещений акций на размер денежных выплат, не представляется возможным назвать ни один показатель дивидендного выбора китайских публичных компаний, тем более в разбивке по группам крупных и мелких компаний, по секторам экономики. Аналогичная ситуация

отсутствуют оценки доли плательщиков, дивидендной доходности в динамике и т. д.), дается лишь общая описательная статистика по выделенным группам (например, странам с англосаксонским правом, странам с высокой или низкой защитой прав инвесторов и т. п.). Лишь единичные работы содержат статистические сопоставления по плательщикам и неплательщикам, их характеристикам.

Примеры «полного исследования» (когда тестированию гипотез предшествует анализ обширной описательной статистики выборки) предложены в статье [Fama, French, 2001] по американскому рынку и в работах их последователей [Allen, Michaely, 2003; Julio, Ikkembery, 2004; Denis, Osobov, 2008; Eije, Megginson, 2008].<sup>11</sup> На основе базы Compustat за 1926–1999 гг. в работе [Fama, French, 2001] представлен статистический анализ компаний — плательщиков дивидендов по выборке компаний, торгуемых на американских биржевых площадках NYSE, AMEX, NASDAQ. Анализ позволил авторам сделать интересный вывод: после 1978 г. доля фирм, выплачивающих дивиденды, резко сократилась: в 1973 г. их было 52,8% от всех публичных компаний США (кроме финансового сектора и сферы услуг), в 1978 г. — 66,5%, а в 1999 г. — 20,8%. Последующие исследования показали (см., напр.: [Julio, Ikkembery, 2004]), что с 2001 г. на американском рынке вновь наметился рост доли плательщиков (возможно, это было связано с налоговыми изменениями<sup>12</sup>).

Еще одна работа, близкая по логике к нашему исследованию, — анализ дивидендного выбора по 15 европейским странам (EU15) за период с 1989 по 2005 г.

в работах [Kowalewski, 2007; 2012] по польскому рынку.

<sup>11</sup> Отметим, что последняя статья в перечне посвящена 15 странам европейского рынка.

<sup>12</sup> Речь идет о налоговой реформе Дж. Буша (младшего), когда налог на доход от дивидендов сократился для получателей дивидендов от компаний США (как источника выплат для резидентов) с 38,1% до 15%.

в [Eije, Megginson, 2008]. Авторы приводят медианные оценки общего (с учетом выкупа акций) дивидендного выхода как по всей выборке компаний 15 стран, так и отдельно по плательщикам дивидендов, частоте выплат по году, соотносят даты объявлений о прибыли и дивидендах; при этом авторы отмечают различия в практиках дивидендных выплат компаний Германии и Франции (медианные значения дивидендного выхода по Германии выше). Данные по этим странам будут рассмотрены и в настоящей статье, с привлечением более свежей статистики.

Третий, важный для нас пример межстрановых сопоставлений — работа [Denis, Osobov, 2008]. В ней приведена сравнительная статистика по доле плательщиков дивидендов из ряда стран в период 1997–2001 гг. Показано, что доля компаний-плательщиков высока во Франции (60% плательщиков в исследуемой выборке) и Японии (83% плательщиков) по сравнению с США, Великобританией и Германией. При этом авторы констатируют, что в динамике политика компаний из разных стран меняется. Это актуализирует наше исследование, охватывающее период с 2001 по 2014 г., акцент в котором был сделан на посткризисный период (2011–2014 гг.), представляющий определенный пробел в исследованиях динамики дивидендного выбора.

Отметим также, что существуют исследования динамики доли компаний — плательщиков дивидендов и по отдельным развивающимся рынкам (например, по Индии [Reddy, Rath, 2005]; Турции [Adaoglu, 2000]; Египту [Omran, Pointon, 2004]; Тунису [Naceur, Goaid, Belanes, 2006]). При этом работы, предлагающие подробную описательную статистику по российским компаниям с выделением секторов экономики, доли государственной собственности, наличия кросс-листинга, в сопоставлении с европейскими рынками отсутствуют. К сожалению, в межстрановых исследованиях, в которые включена выборка российских компаний, наблюдаются две крайности.

Число российских компаний либо несопоставимо мало (например, на фоне выборки по Индии и Китаю, когда исследование проводится по группе стран БРИК), либо, наоборот, слишком велико (например, в работе [Шагалеева, 2011] сопоставляются выплаты по России, Венгрии и Польше и выборка суммарно состоит из 514 наблюдений по 141 компании, из которых 97 — российских, 31 — польская и 13 — венгерских).

Суммируя все вышесказанное, подчеркнем: сопоставление дивидендного выбора компаний на российском рынке с развитыми зарубежными аналогами (рынками с сопоставимым числом публичных компаний) позволяет понять как степень «отставания» российских компаний от мировых стандартов дивидендных практик, так и динамику процесса трансформации их политики расчетов в этой области.

## 2. Методология исследования

Используемая в работе методология — анализ описательной (дескриптивной) статистики. Описательная статистика часто используется в исследованиях как первый шаг для дальнейшего (более глубокого, связанного с проверкой гипотез) эконометрического тестирования (например, так сделано в работе [Forti, Schiozer, 2015] при анализе дивидендного выхода по 168 банкам Бразилии). Тем не менее описательная статистика представляет самостоятельное направление. В большинстве эконометрических работ авторы сначала обосновывают ту или иную значимую переменную дивидендной политики (например, дивидендный выход в работе [Forti, Schiozer, 2015]), а затем именно по этой переменной, а также по объясняющим факторам рассматриваемых гипотез приводят описательную статистику. Глубокое исследование на основе опросов по финансовым и инвестиционным решениям с описательной статистикой представлено в работах [Graham, Harvey, 2001; 2002], однако дивидендному выбору отведен только

один показатель — число плательщиков. В таком подходе описательная статистика играет подчиненную роль, рассматривается только 1–2 показателя дивидендного выбора.

Проблема применения эконометрических методов на российском рынке наталкивается на малую выборку (только с 2007 г. можно фиксировать число компаний в листинге на уровне 300, из которых лишь 30–40% являются плательщиками). Небольшое число плательщиков, высокая волатильность выплат (частые отказы), наличие статистических выбросов (когда более 100% чистой прибыли направляется на денежные дивиденды или дивидендная доходность превышает 200% из-за низкой ликвидности акций и аномальных выплат) и недостаточное число лет наблюдений ограничивают возможность корректных выводов и, возможно, являются причиной многообразия результатов расчетов (например, «работает» модель Дж. Линтнера на российском рынке или нет [Зальцман, 2012]).

Первое отличие нашей работы — анализ целого спектра переменных, описывающих практику дивидендного выбора, включая дивидендные даты, а также подробное изложение возможностей и недостатков того или иного выбора методов отнесения дивидендов к календарному году по группе стран. Описательная статистика представлена по странам с учетом соблюдения корректности сопоставлений (например, с отнесением к финансовому году, с учетом частоты выплат по году).

Второе отличие — выделение подгрупп анализа. Широкий спектр анализируемых переменных исследования разбивался по страновым выборкам: (1) на квинтили по капитализации; (2) с учетом секторов деятельности; (3) с учетом структуры акционерного капитала (доля иностранных инвесторов, по российским компаниям также по доле государства в капитале компании); (4) с учетом институциональных различий (для российских компаний учитывались наличие кросс-листинга на зарубежных торговых площадках и доля депозитар-

ных расписок на акции). Рассмотрение таких подвыборок позволило нам продемонстрировать различия в практике выплат по крупным и зрелым компаниям в сравнении с относительно небольшими по капитализации компаниями рынка, по секторам с высокой и низкой рентабельностью продаж и отдачей по капиталу, по присутствию государства в капитале и зарубежных инвесторов (торговля на зарубежных площадках, доля иностранных инвесторов в капитале).

### 3. Характеристики дивидендного выбора компаний

В статье представлен анализ нескольких групп переменных, характеризующих дивидендный выбор. Первая группа — *дивидендные даты*. Актуальность анализа практики установления дивидендных дат для российских инвесторов и менеджеров компаний связана с тем, что в РФ с 1 января 2014 г. вступили в силу изменения в законодательстве, регламентирующие процедуры назначения и выплаты дивидендов по акционерным обществам (подр. см.: [Теплова, Шабалин, 2014]). Ранее рекомендации (announcement) совета директоров относительно выплаты и размера дивидендов могли быть объявлены как до, так и после закрытия реестра (даты фиксации списка получателей дивидендов (record date) на рис. 1). При этом в российской практике до 2014 г. общее собрание акционеров (General Shareholders meeting), утверждающее размер дивидендов и сам факт их выплаты, всегда производилось после закрытия реестра. Таким образом, на дату закрытия реестра инвестор российской компании не мог точно знать, будет ли компания выплачивать дивиденды и в каком размере. Так как биржевые торги часто проводятся в режиме T+ (на Московской бирже действует режим торгов T+2), то для инвестора возникает еще одна важная дата — та биржевая дата, когда уже нельзя получить дивиденды за прошлый период (ex-dividend date). С 1 ян-



Рис. 1. Общепринятый в мировой практике порядок фиксации дивидендных дат

варя 2014 г. закрытие реестра для компаний, акции которых торгуются на бирже, должно производиться не ранее чем через 10 и не позднее чем через 20 дней после общего собрания акционеров, принимающего конечное решение о выплате дивидендов, — следовательно, инвестор точно знает, о каких выплатах и в какие сроки идет речь. Данная вновь вводимая практика, а также частота выплат по году сопоставляются в статье с мировыми стандартами.

Вторая группа переменных — *доля плательщиков дивидендов среди публичных компаний в листинге бирж*, а также доля плательщиков по четырем европейским странам. К этой группе относятся также данные по инициации и отказу от дивидендов, выкупу акций, стабильности выплат и экстра-дивидендов (т. е. превышающих годовую чистую прибыль отчетного года). Еще один показатель этой группы — отношение суммарных дивидендных выплат в стране к ВВП. По доле плательщиков дивидендов представлены сопоставления по выборкам компаний, имеющих листинг на локальных фондовых биржах (бирже Euronext, биржах Индии, Мексики, Вьетнама и др.), а также по компаниям, формирующим фондовые индексы S&P500 (США), EuroTOP100 (ЕС), MICEX (Россия), Shanghai Comp. (Шанхайская биржа, Китай), Sensex (Бомбейская биржа, Индия), Bovespa (Бразилия).

Третья группа — переменные, описывающие выплату *промежуточных дивидендов по году*.

Четвертая группа — показатели дивидендных выплат в годовом разрезе: дивидендный выход и дивидендная доходность, вариация дивидендов на акцию (*DPS*) и прибыли на акцию (*EPS*) по четырем европейским странам.

В качестве контрольных переменных при анализе использовались: величина капитализации компании, сектор экономики, в котором оперирует компания, наличие двойного листинга и — для российских компаний — доля государственной собственности. При фиксации различий в дивидендном выборе по странам мы фиксируем существенные отличия в структуре акционерного капитала публичных компаний выборки (доля иностранных инвесторов, институциональных инвесторов (фонды коллективного инвестирования), банковского сектора).

Следующие цифры характеризуют общие различия по рассматриваемым нами странам<sup>13</sup>: доля иностранных инвесторов для Германии — 21%, Франции — 41,1%, Польши — 42%. Для Франции характерна доля коллективных инвестиций (28,8%) — это максимальное значение по рассматриваемой четверке стран (по Польше — 26,1%, Германии — 14%). Для Германии характерна относительно высокая доля банков в капитале публичных компаний — 9,7%. Для французских публичных компаний доля банков меньше — порядка 7%, для Польши — ничтожно мала. По российским

<sup>13</sup> Приводится оценка за 2010–2014 гг. по данным Federation of European Securities Exchanges.

Таблица 1  
Сопоставление частоты выплат дивидендов  
по году, 2003–2014 гг.

Страна	Число случаев выплаты дивидендов	
	1 раз за год	более 1 раза за год
Германия	2112	5
Польша	1041	32
Россия	823	163
Франция	2081	237

публичным компаниям (база Factiva) доля банков составляет 5%. Еще одно заметное отличие по структуре акционерного капитала — доля индивидуальных инвесторов. Если в Германии и Польше она составляет порядка 13%, то во Франции существенно ниже — 6,7%; мала эта доля и для российских компаний (3%). Характерной особенностью российских публичных компаний является высокая доля государства в капитале компаний, по этому показателю российский рынок лидирует (46%). Доля государства по выборке компаний — 14%, французских — 10,3%, германских — всего 1,9%.

#### 4. Выборка исследования и анализируемые данные

Для проведения сравнительного межстранового анализа рассматривались только обыкновенные акции публичных компаний. Источником корпоративной информации являлась база Thomson Reuters Eikon, недостающая информация по российскому рынку собиралась с сайтов публичных компаний.

Для сравнительного анализа четырех европейских стран за основу была взята доступная выборка российских эмитентов акций. В базе Thomson Reuters Eikon представлена информация по 295 компаниям, работающим на российском рынке (с условием, что большая часть выручки формируется на российском рынке), однако по некоторым из них ни за один год нет данных об осуществлении или отсутствии дивидендов. По другим странам выборка

состоит из компаний, чьи обыкновенные акции входят в тот или иной фондовый индекс с сопоставимым числом участников. Для Польши в качестве такого индекса взят индекс WIG (376 компаний)<sup>14</sup>, в Германии — DAX Composite (447 компаний), во Франции — CAC All Tradable (342 компании). Период проводимого сравнительного анализа — 2003–2014 гг. (последний год нашего анализа захватывает дивиденды за 2013 финансовый год, их выплата имела место как в 2013 г., так и в 2014 г.). Данные по государственной собственности в российских компаниях взяты с сайтов эмитентов, из отчетов об аффилированных лицах и отчетности по МСФО. Макроэкономическая статистика по странам приведена в Приложении 1, описательная статистика по компаниям выборки представлена в Приложении 6. Отметим, что, к сожалению, данные по выкупу акций в динамике хорошо представлены в профессиональных базах только по рынку США.

Большинство компаний в рассматриваемых нами четырех странах выплачивает денежные дивиденды раз в год (см. табл. 1), но ряд компаний практикует также и квартальные (промежуточные) выплаты. В российской терминологии они называются выплатами по итогам I квартала, полугодия или девяти месяцев, но для краткости и простоты в данном исследовании мы будем их называть выплатами за I, II и III квартал соответственно. Под выплатами за IV квартал далее будут пониматься годовые дивиденды.

Поскольку во всех рассматриваемых странах дивиденды выплачиваются спустя значительное время после окончания финансового периода, к которому они относятся, вопрос корректности отнесения дивидендных выплат к тому или иному году или кварталу является неоднозначным. По этой причине в разных исследованиях

<sup>14</sup> В исследовании [Kowalewski, 2012] представлена 361 публичная компания Варшавской фондовой биржи (WSE).



(а также в оценках финансовых аналитиков) применяются различные критерии. Отчасти это объясняет то различие, которое наблюдается в оценках аналитиков инвестиционных компаний и в базах данных.

Проводимый анализ по четырем странам (Россия, Польша, Германия, Франция) состоит из трех частей: изучаются дивидендные даты, квартальные выплаты и годовые показатели. Для каждой из этих частей используемые правила отнесения дивидендов к определенному периоду несколько отличаются. При сопоставлении дивидендных дат отнесение дивидендов к периоду полностью соответствует тому, которое указывают сами компании (например, выплаты за 2011-й финансовый год). Из рассмотрения исключаются выплаты, конец фискального периода по которым не соответствует 31 марта, 30 июня, 30 сентября или 31 декабря (стандартным датам окончания фискальных периодов). Всего таких нестандартных выплат 214 из 7393 наблюдений, т. е. их исключение, с одной стороны, не оказывает значимого влияния на выводы, а с другой — их число слишком мало для построения по ним отдельной статистики.

Обзор квартальных выплат проводится также в основном по периодам, указанным компаниями, однако используется ряд корректировок. Во-первых, учитывается дата окончания финансового года компании (она может не совпадать с окончанием календарного года<sup>15</sup>). Если финансовый год компании заканчивается с июля по ноябрь (часто 31 сентября), все дивидендные выплаты смещаются вперед, а если с января по июнь, то назад. Например, если финансовый год компании заканчивается 30 октября и она платила дивиденды с датой окончания периода 31.07.2013 и 30.10.2013, то эти дивиденды будут записаны как дивиденды за III и IV квартал

2013 г. соответственно (сдвиг вперед на 2 месяца). Те же выплаты для компании с окончанием финансового года 30 апреля будут отнесены к I и II кварталу 2013 г. (сдвиг назад на 4 месяца). Во-вторых, все выплаты, относящиеся к одному и тому же кварталу, суммируются (никакие возможные капитализации и учет упущенных выгод в расчет не принимаются).

Годовые дивидендные показатели рассчитываются суммированием всех квартальных выплат за год, полученных с помощью корректировок, описанных выше. Основные используемые показатели — доля компаний, платящих дивиденды, от общего числа компаний, дивидендная доходность и коэффициент дивидендных выплат.

Дивидендная доходность рассчитывается как отношение дивидендов на акцию за год к средней цене акции за этот год.<sup>16</sup> Коэффициент дивидендных выплат рассчитывается нами как отношение суммарных дивидендов на обыкновенные акции компании к разности ее чистой прибыли за год (по финансовой отчетности) и дивидендов по привилегированным акциям. При его расчете мы исключили из выборки случаи, когда дивиденды платились при отрицательной чистой прибыли или чистой прибыли, меньшей, чем суммарные привилегированные дивиденды. Большинство рассматриваемых показателей анализируется нами с учетом деления выборки на квинтили по капитализации,

<sup>16</sup> Зачастую аналитики при ранжировании компаний по дивидендной доходности относят суммарные выплаты по году к биржевой цене на дату закрытия реестра (например, ИД «Доход»). Такой расчет возможен, но он достаточно консервативно оценивает выгоды инвестора, так как к дате закрытия реестра цена акции обычно растет и достигает максимума собственно на конец закрытия реестра (так как включает и справедливую цену акции, и ожидаемый дивиденд). Кроме того, при таком расчете дивидендные доходности по акциям разных компаний могут быть не вполне сопоставимы из-за несовпадения дат закрытия реестра и наличия общерыночных ценовых колебаний.

<sup>15</sup> Это стандартная практика составления финансовой отчетности по международным стандартам: финансовый год не совпадает с календарным.

на экономические сектора деятельности, а по России также — при разделении по доле государства в капитале компании и наличию депозитарных расписок на акции. Разделение по капитализации производится для каждой страны за каждый год в отдельности, пятому квинтилю соответствуют самые крупные публичные компании страны.

Вместо традиционного отраслевого подразделения компаний для возможности межстрановых сопоставлений нами используется деление на достаточно крупные экономические сектора по классификации Thomson Reuters, так называемой Business Classification Scheme: Basic Materials, Cyclical Consumer Goods & Services, Energy, Financials, Healthcare, Industrials, Non-Cyclical Consumer Goods & Services, Technology, Telecommunications Services, Utilities.

По 100 крупнейшим (на конец 2013 г.) российским компаниям, акции которых торгуются на Московской бирже (МБ), анализировалась информация о доле государства в акционерном капитале с учетом как прямого, так и косвенного участия. Если компанией на 50% и более владеет государственная структура или другие государственные компании (также с долей государства или государственных компаний не менее 50%), компания признавалась в рамках исследования государственной. Также компания признавалась государственной, если ее крупнейшим собственником является государство или государственная компания с долей государства от 25% до 50%. Если доля государства или государственных компаний в акционерном капитале компании больше 10%, но меньше 25% или крупнейшим собственником является другое лицо, то анализируемая компания рассматривалась как компания с неконтрольным участием государства. В остальных случаях компания трактовалась как частная. Поскольку один из крупнейших плательщиков дивидендов ТНК-ВР («РН Холдинг» в настоящее время) трансформировался в рассматриваемом периоде

из полностью частной компании в государственную, во избежание искажений в статистике данная компания была исключена из расчетов, связанных с анализом доли государства. Все российские компании также делились на компании: (1) чьи акции торгуются как на Московской бирже, так и на зарубежных площадках, (2) чьи акции торгуются только на Московской бирже и (3) чьи акции торгуются только за рубежом.

## 5. Результаты исследования

### 5.1. Сопоставление дивидендных дат

Актуальность сопоставления дивидендных дат хорошо представлена на рис. 2 (а, б) — по РФ (ММВБ) и Польше соответственно. Как видно из рис. 2а, в 2012 г. более половины российских плательщиков дивидендов не соблюдали общепринятый порядок раскрытия дивидендного выбора перед датой закрытия реестра. Только с 2014 г. с принятием законодательных норм ситуация изменилась.

Поскольку в большинстве случаев даты закрытия реестра и объявления дивидендов привязаны к периоду, за который компания платит дивиденды, произведена группировка по выплатам за I, II, III и IV кварталы. Важный вывод нашего исследования — большая часть дивидендных выплат в рассматриваемых четырех странах является годовой (более 83% всех выплат). Промежуточные выплаты относительно редки, при этом распределение дат, связанных с ними, существенно отличается по четырем странам.

Основная масса объявлений дивидендов за II квартал и соответствующих дат закрытия реестра в России приходится на август, в то время как в Германии объявления дивидендов происходят преимущественно в октябре, а закрытие реестра — в декабре. Для Польши и Франции характерны более равномерные по году распределения ключевых дивидендных дат. Даты, связанные с выплатой дивидендов за IV квартал (по году), более однородно распреде-

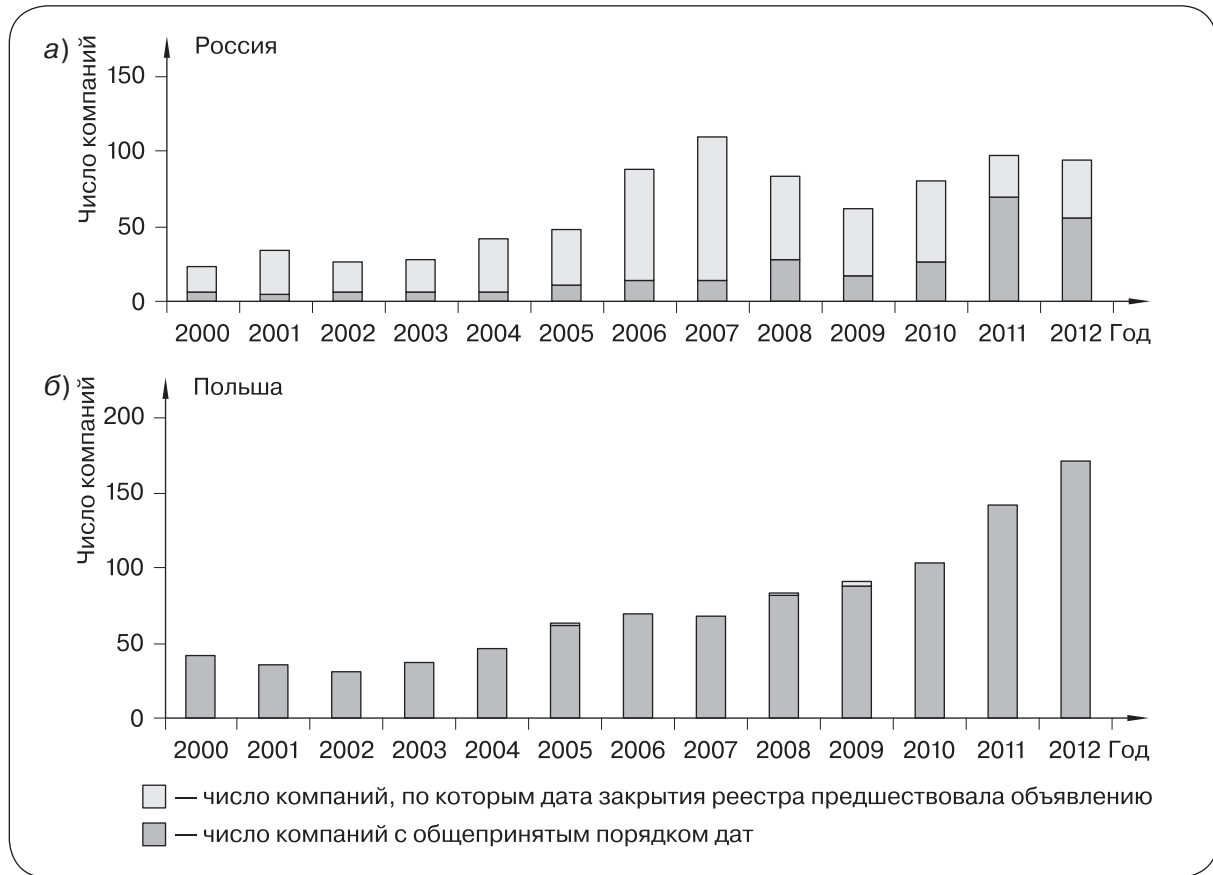


Рис. 2. Соответствие дат закрытия реестра и объявления дивидендов: компании России и Польши

лены по странам. Наибольшее число закрытий реестра по годовым дивидендам в России, Германии и Франции наблюдается в мае, а в Польше — в июле. Объявление годовых дивидендов в России происходит преимущественно в апреле и мае, в Польше — с марта по май, в Германии и Франции — с февраля по апрель (в Германии отчетливо преобладают объявления в марте).

На рис. 3 представлено распределение дивидендных дат до и после изменений, вступивших в силу 1 января 2014 г. Даты объявления дивидендов фактически не претерпели изменений, в то время как наиболее популярное время закрытия реестра сместилось с апреля и мая на июнь и июль каждого года, т. е. приблизительно на два месяца. Распределение дат по промежу-

точным дивидендам не приводится нами из-за малого числа наблюдений после изменения законодательства. Типичный месяц выплат дивидендов (т. е. поступления денег на брокерские счета и уплаты налога на дивиденды) — июль.

### 5.2. Дивидендный выбор по странам: плательщики дивидендов

В табл. 2 показано различие практик дивидендных выплат крупнейших национальных компаний анализируемых нами бирж по выплатам за 2013-й финансовый год, а на рис. 4 — дивидендные решения по 500 американским компаниям (из индекса S&P500). Нас интересовало, насколько дивидендные решения четырех европейских стран отличаются от американской практики.

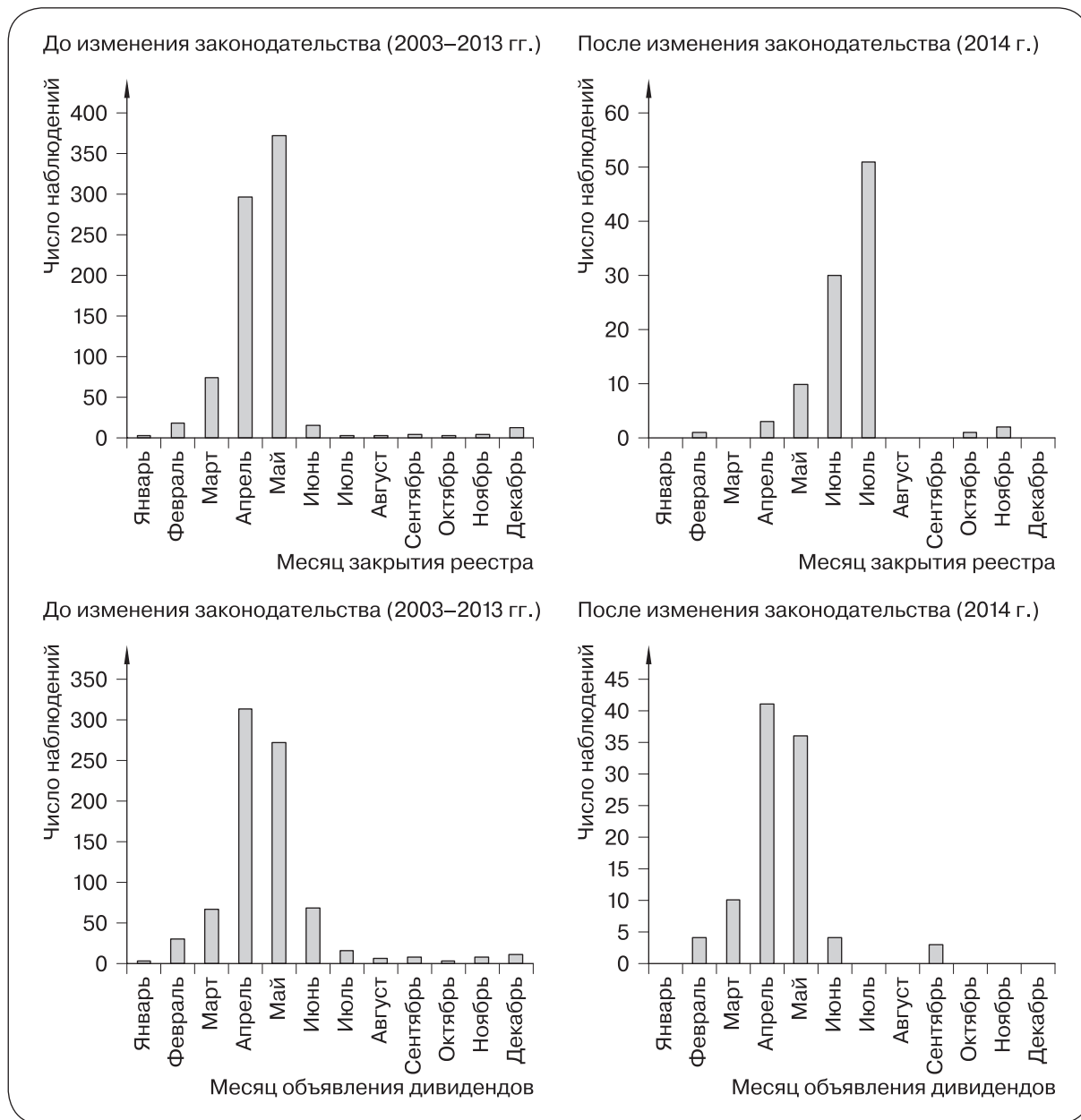


Рис. 3. Гистограммы распределения дат закрытия реестра и объявления дивидендов за IV квартал по России, до и после изменения соответствующего законодательства

Как следует из табл. 2, локальные фондовые биржи демонстрируют значительные различия в дивидендном выборе.

Из рассмотрения распределения дивидендного выбора крупнейших американских компаний (рис. 4, поквартальная разбивка с 2010 г., так как большинство аме-

риканских компаний платит квартальные дивиденды) следует, что в кризис число отказов от выплат составляло не более 50 (из 500 анализируемых), остальные компании рассчитывались с акционерами либо денежными дивидендами, либо путем выкупа акций. Доля компаний, осу-

Таблица 2

## Доля плательщиков дивидендов в общем числе компаний в листинге по сопоставляемым фондовым биржам, по результатам 2013 г.

Характеристика	Фондовая биржа							
	Италии (Милан)	Вьетнама	Индии	Южной Кореи	Мексика*	ЮАР	Euronext Paris**	Euronext Lisbon***
Число компаний в листинге	295	302	5477	1825	384	372	1200	56
Число плательщиков	118	217	292	1219	203	197	432	13
Доля плательщиков, %	40	72	5,33	60	53	57	36	23
Доля выплат только раз в год (от числа плательщиков), %	90	58	61	51	14,4	32	36,2	96

Примечания: рассматриваются компании, включенные в листинг обыкновенными акциями; фондовая биржа Вьетнама — Ho Chi Minh City Stock Exchange, фондовая биржа Индии — National Stock Exchange of India (NSE, Мумбаи).

\* — общее количество компаний в листинге, из которых только 120 национальных (мексиканских);

\*\* — рассматриваются только национальные (французские) компании;

\*\*\* — рассматриваются только национальные (португальские) компании.

шествствующих денежные расчеты, практически не изменилась в период с 2010 по 2014 г. К 2013 г. число неплательщиков дивидендов снизилось до 20. В выкупе акций (buyback) наибольшую активность после 2008 г. проявляли компании высоких технологий (включая Apple, Oracle).<sup>17</sup> Объявленные программы выкупа акций по компаниям США к 2015 г. достигли рекорда после 2008 г. как по объявленной месячной общей сумме выкупа, так и по выкупам отдельных компаний (например, Apple и General Electric<sup>18</sup> объявили о выкупе на сумму 50 млрд долл. каждая<sup>19</sup>). Масштабные выкупы проводи-

ли Cisco Systems, Kraft Foods, 3M, Intel, International Business Machines, Microsoft, Procter & Gamble и Boeing. Апрель 2015 г. стал рекордным месяцем по объявленным выкупам с 2008 г. (суммарные объявленные выкупы по месяцу достигли 141 млрд долл. по сравнению с 116,5 млрд долл. объявлений в апреле 2014 г. и суммарных выплат по компаниям S&P500 в 2013 г. в объеме 450,1 млрд долл.). При таких темпах роста выкупов общая сумма по 2015 г. для американского рынка может достичь 1,23 трлн долл., что превысит предыдущий рекорд 2007 г. (сумма выкупа по этому году составила 863 млрд долл. по всем публичным компаниям и 553 млрд долл. по компаниям, входящим в S&P500).

стороны инвесторов-активистов (например, Карла Айкана, являющегося акционером многих IT-компаний США и известного своими агрессивными попытками влиять на их корпоративную политику), которые требовали вернуть акционерам компаний большие объемы накопленных свободных денежных средств (в случае Apple Inc. накопленная сумма денежных эквивалентов составила 160 млрд долл. по состоянию на 2013 г., что вынудило компанию увеличить планы по годовому возврату акционерам средств с 55 млрд до 100 млрд долл.).

<sup>17</sup> До 2008 г. в выкупе акций лидировали промышленные компании (так, Exxon Mobil за 2005–2007 гг. потратила 76,2 млрд долл. по сравнению с Microsoft, суммарный выкуп в которой составил за соответствующий период 57,4 млрд долл., и IBM — 34,3 млрд долл.). За 2004–2007 гг. 20 крупнейших компаний из индекса S&P500 потратили на выкуп акций более 500,7 млрд долл.

<sup>18</sup> 1,9 млрд долл. — программа выкупа акций в 2014 году, в 2013 г. — до 5,1 млрд долл. За 10 лет, предшествующих 2015 г., компания General Electric Corp. потратила на выкуп акций 20 млрд долл.

<sup>19</sup> Заметим, что в ряде случаев (как с Apple Inc.) выкуп акций стал результатом давления со

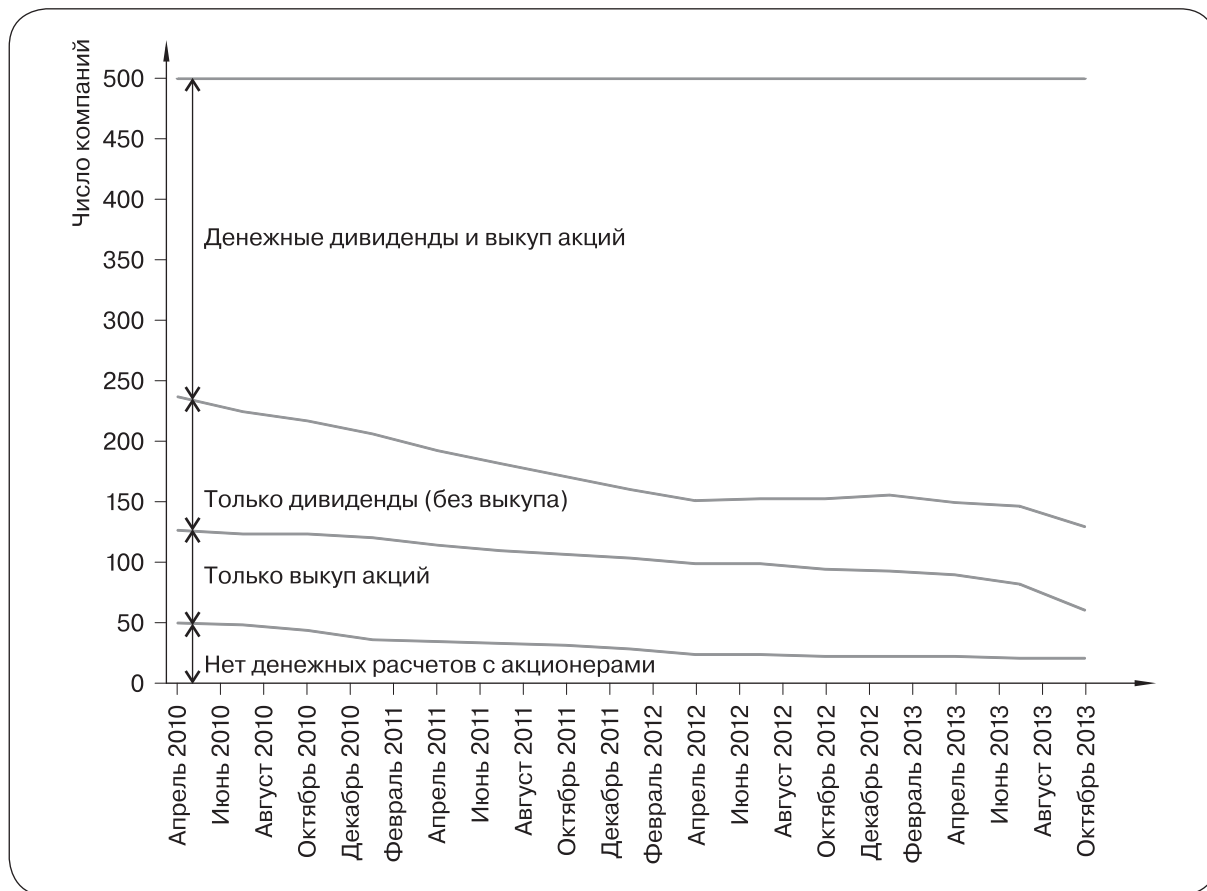


Рис. 4. Дивидендный выбор компаний из индекса S&P500

Примечание: на рисунке показано число компаний по каждому типу дивидендного выбора.

Масштабные выкупы акций с 2010 г. проводили и японские компании (по ряду из них выкупалось до 20% акций в обращении), компании российского рынка (например, в 2015 г. «Уралкалий» объявил программу выкупа до 15,97% акций вместо денежных дивидендов). Один из таких примеров по японскому рынку — специализирующаяся на выпуске электроники компания Canon Inc., выкупившая в 2013 г. акции на сумму 50 млрд иен (при суммарном выкупе по японскому рынку публичных компаний за 2013 г. в объеме 1,7 трлн иен (17,4 млрд долл.)).

Доля компаний, платящих дивиденды по рассматриваемым страновым выборкам Польши, Германии и Франции, относительно стабильна во времени (рис. 5).

При этом в Германии и Франции общее число наблюдаемых компаний меняется с 2001 г. также не слишком значительно, а в Польше существенно растет. За весь период наблюдения средняя доля плательщиков дивидендов составляет 39,4% в Польше, 56,9% в Германии и 73,7% во Франции. В России общее число компаний в выборке меняется сильнее, чем в Польше и развитых странах Европы, доля плательщиков существенно отличается в начале и конце рассматриваемого периода: она падает с более чем 95% в 2003 и 2004 гг. до 48,2% в 2008 г. и остается в дальнейшем приблизительно на уровне 2008 г.

На рис. 6 представлена динамика отношения суммарных дивидендов по рас-

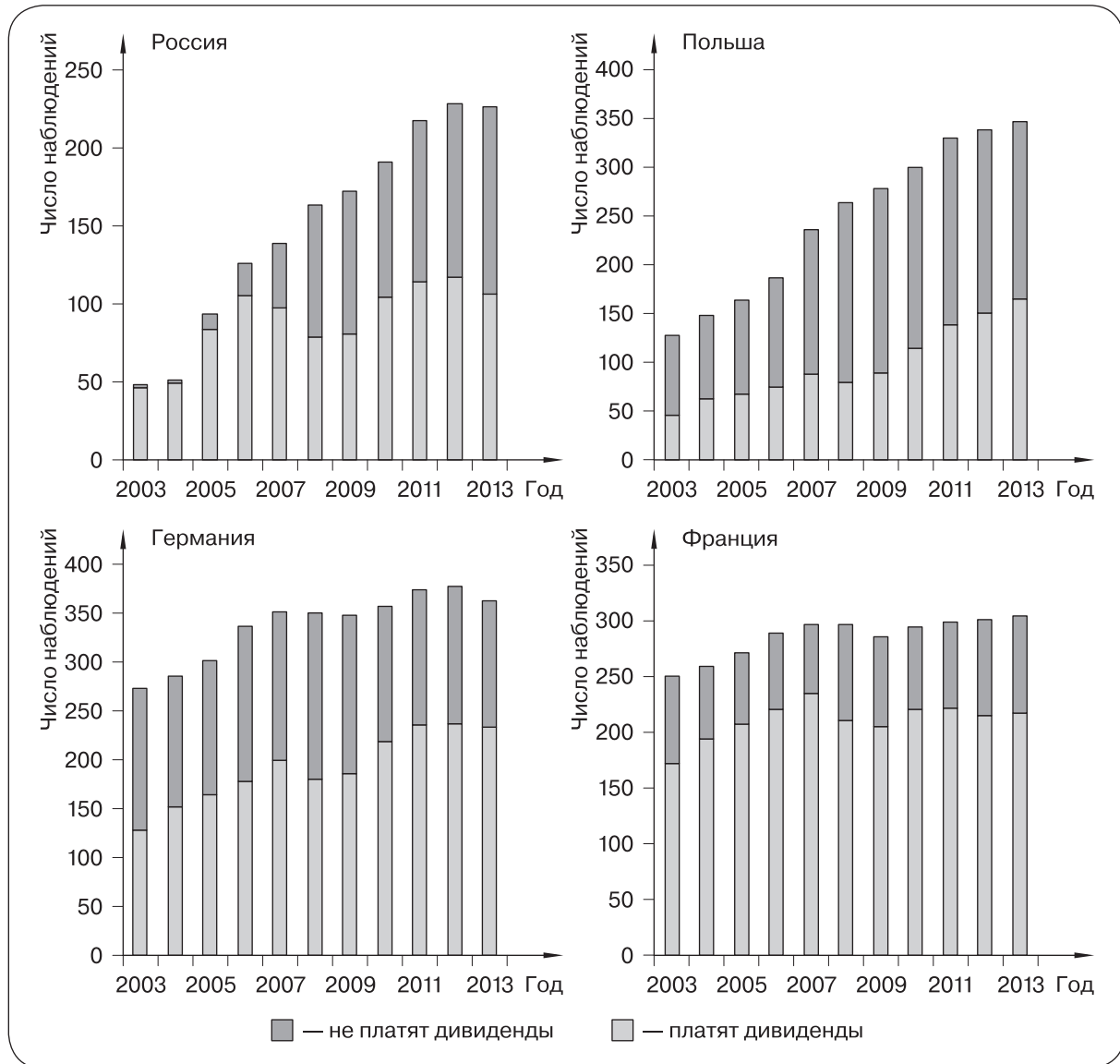


Рис. 5. Динамика соотношения числа компаний, выплачивающих и не выплачивающих дивиденды по России, Польше, Германии и Франции

смаатриваемым страновым выборкам к ВВП. В 2006 и 2007 гг. в Польше наблюдаются пиковые значения данного отношения, что объясняется высокими дивидендами компании Unicredit SpA. При исключении дивидендов данной компании из рассмотрения динамика отношения дивидендов к ВВП в России, Польше и Германии становится очень близкой. Заметим, что во Франции доля дивидендов в

ВВП стабильно выше, приблизительно на 0,5–1%.

Мы выделили шесть типов значимых решений, характеризующих дивидендный выбор: повышение дивидендов, сохранение дивидендов на прежнем уровне, снижение дивидендов, инициация (начало выплаты дивидендов), отказ от ранее применяемой практики выплаты дивидендов (по сравнению с предыдущим годом) и

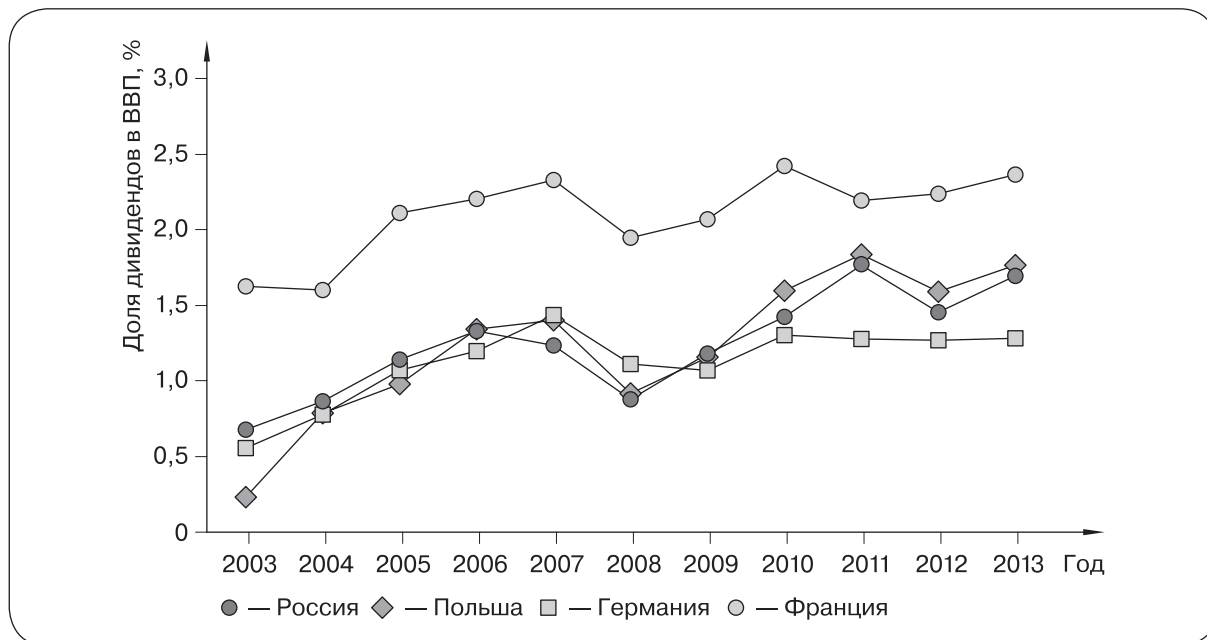


Рис. 6. Динамика доли дивидендов в ВВП, Россия, Польша, Германия и Франция  
Примечание: исключены данные по дивидендам компании Unicredit SpA.

отсутствие дивидендов как в текущем, так и в предыдущем периоде. На рис. 7 представлено распределение количества этих типов дивидендных решений компаний. Кроме того, есть еще два возможных состояния компании, попавшей в нашу выборку: она может впервые попасть в нее и либо платить дивиденды, либо не платить их.

Стоит отметить, что в Германии и Франции более распространены случаи сохранения дивидендов на прежнем уровне (соответственно, 11,6% и 13,4% подобных решений за весь период), чем в России и Польше (3,6% по обеим странам). При этом случаи отказа от дивидендных выплат в Германии и Франции более редки (3,9% и 2,9%), чем в России и Польше (5,9% и 6,5%).

### 5.3. Промежуточные дивиденды

На рис. 8 показана динамика соотношения промежуточных и итоговых выплат по странам (в расчет брались только компании, платящие дивиденды). В Польше и Германии подавляющее большинство

компаний платит дивиденды только раз в год по итогам IV квартала. В России и Франции промежуточные выплаты более распространены. За весь рассматриваемый период доля выплат за IV квартал (традиционно воспринимаемые как итоговые выплаты) в России от общего числа плательщиков составляет 74,9%, а во Франции — 87,5%. В России выплаты за II и за III кварталы приблизительно одинаково популярны (9,4% и 10,2% соответственно), дивиденды за I квартал более редки (5,4%). Во Франции большая часть промежуточных выплат — это дивиденды за II квартал (9,7%).

Доля компаний, платящих дивиденды раз в год, в России составляет 83,2%, что существенно превышает долю выплат за IV квартал. Иными словами, достаточно существенная часть компаний, принявших решение выплатить промежуточные дивиденды (I–III кварталы), отказалась от выплаты годовых дивидендов. Во Франции доля компаний, платящих дивиденды раз в год, равна 89,8%, что свидетельствует о том, что практика выплаты промежуточ-



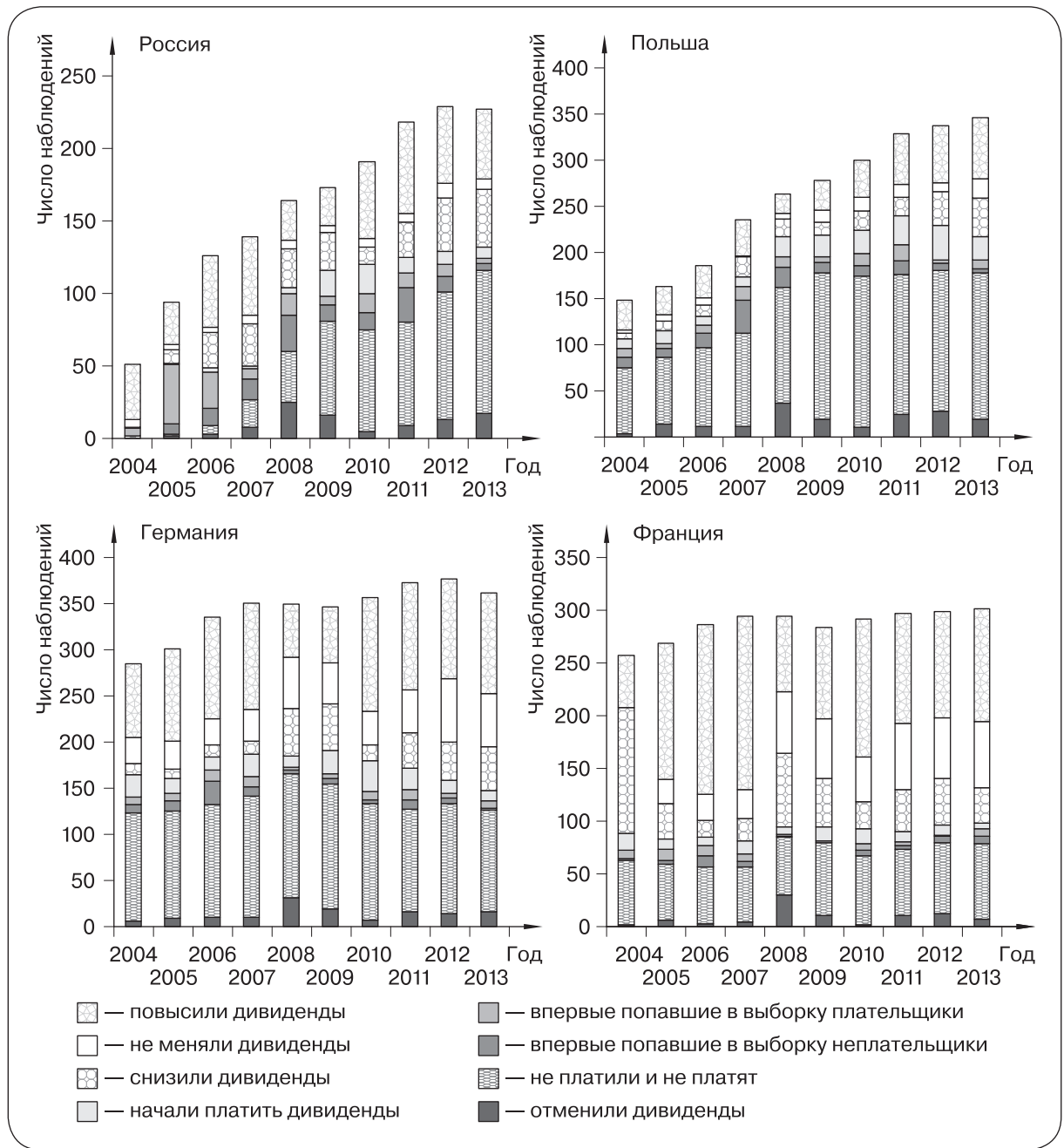


Рис. 7. Динамика соотношения числа случаев различных дивидендных решений по России, Польше, Германии и Франции

ных и невыплаты итоговых дивидендов не является популярной. Замеченные закономерности являются достаточно устойчивыми во времени. Среднее число выплат среди плательщиков дивидендов в России

было наибольшим среди рассматриваемых стран на всем анализируемом временном промежутке, кроме кризисного 2009 г. и 2003 г., по которому доступно существенно меньше наблюдений. В свою очередь, для

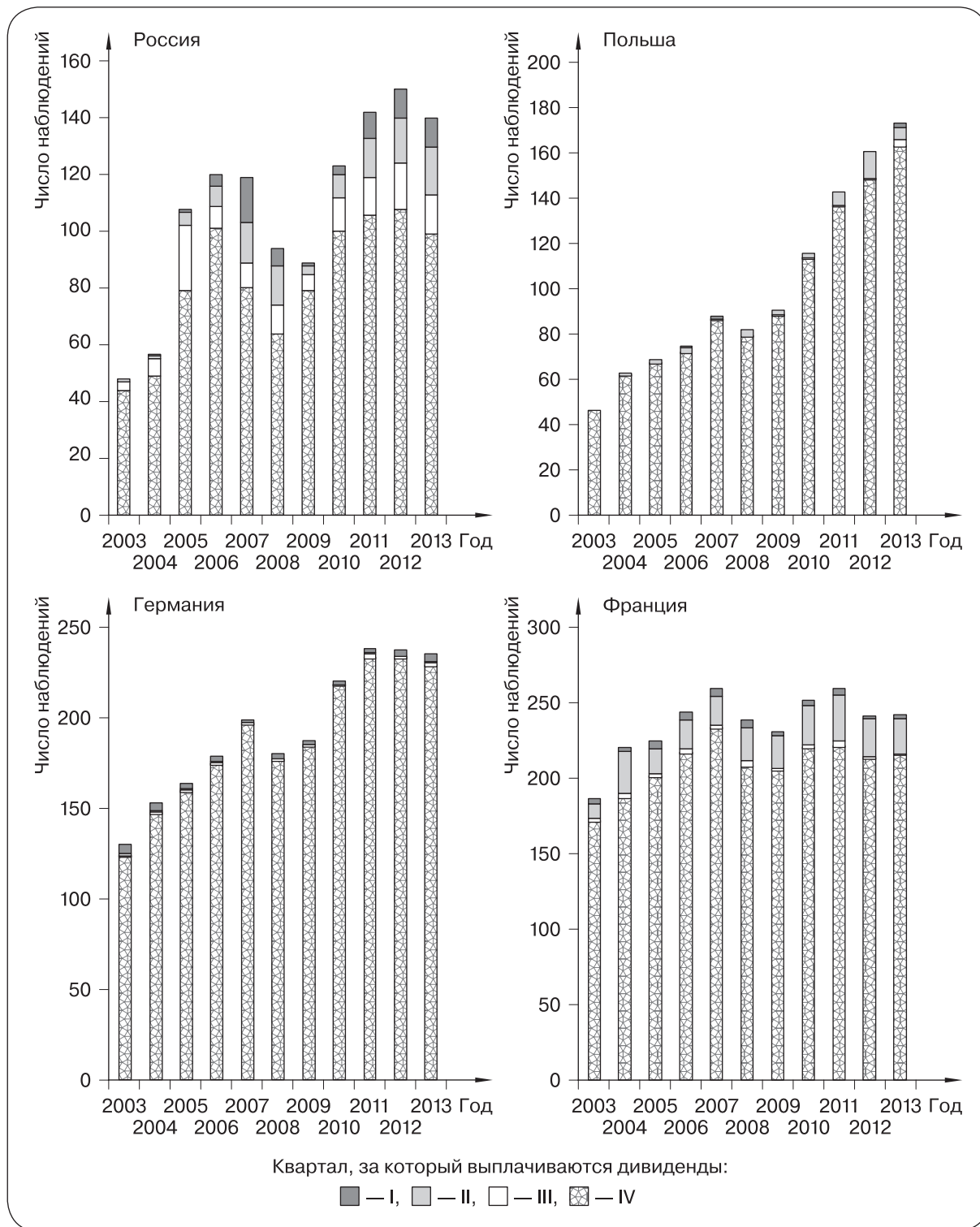


Рис. 8. Динамика соотношения числа дивидендных выплат за каждый квартал по России, Польше, Германии и Франции

немецких компаний характерны выплаты один раз в год.

Среди компаний, использующих практику промежуточных выплат, медианное значение их доли в суммарных выплатах за год составляет для компаний российской выборки 74,0%, а для французской — 49,6%. За весь рассматриваемый период доля промежуточных дивидендов в суммарных выплатах для России составляет 20,0%, для Франции — 17,3%.

#### 5.4. Дивидендный выход и дивидендная доходность в годовом разрезе

В данной части сопоставительного анализа за дивидендные выплаты по году агрегировались нами для соотнесения по странам годовых показателей. Дивидендами за фиксируемый год признавалась сумма всех выплат, относящихся к данному году (использовавшийся механизм отнесения описан в разделе 4).

Динамика медианных значений изменений дивидендов на акцию (*DPS*) — дивиденд на акцию в денежных единицах — относительно предыдущего периода среди плательщиков дивидендов четырех рассматриваемых стран (рис. 9) достаточно предсказуема. Наименьшие темпы роста (вплоть до отрицательных) наблюдаются по итогам кризисных 2008–2009 гг. За этим следует пик роста в 2010 г., наиболее ярко прослеживающийся в России. Примеры компаний, демонстрирующих аномально высокие темпы роста дивидендов по результатам 2011–2013 гг. (как отчетных), приведены в Приложении 2. Вариация величин дивидендов на акцию (*DPS*) и прибыли на акцию (*EPS*) по четырем странам представлена в Приложении 3. Наибольшее медианное отношение вариаций величин *DPS* и *EPS* наблюдается по выборке польских компаний, наименьшее отношение вариаций демонстрируют компании Франции.

Количественные дивидендные показатели (дивидендная доходность и коэффициент дивидендных выплат) в рассматриваемом периоде по российским компаниям в

среднем ниже, чем по компаниям других стран (рис. 10).

Заметим, что максимальные выплаты в процентах от чистой прибыли зафиксированы по польской выборке компаний для 2003–2005 гг. (в 2003 г. компании в листинге Варшавской фондовой биржи направили на денежные дивиденды более 70% чистой прибыли). Возможно, это было связано с необходимостью выплат в пользу материнских компаний, которые зарегистрированы за рубежом и испытывали потребность в денежных поступлениях.

Медианный коэффициент дивидендных выплат, как отношение суммарных годовых дивидендов к чистой прибыли соответствующего года, за весь наблюдаемый период для России составил 26,6%, тогда как по трем европейским странам он находился на уровне 40%. Ниже коэффициент дивидендных выплат и по компаниям, формирующим российский фондовый индекс MICEX (не более 20% по всем годам начиная с 2003 г.), при этом по компаниям индекса S&P500 с 2003 до 2008 г. данное значение находилось в диапазоне 38–43%, а для кризисных годов оно возросло до 100% и выше.

Коэффициенты дивидендных выплат компаний из Германии и Франции на рассматриваемом временном горизонте близки по своим значениям, что фиксирует продолжение тенденции, отмеченной в работе [Eije, Megginson, 2008]. На отрезке с 1998 по 2005 г. эти авторы отмечают снижение дивидендного выхода по германским компаниям и рост для французских компаний с приближением к уровню 40%. Колебания вокруг этого уровня мы наблюдаем для послекризисного временного отрезка — в 2007 и 2008 гг. этот показатель по обоим странам находился на уровне 35% (рис. 10).

Относительно низкий и стабильный дивидендный выход (*payout ratio*) наблюдался по компаниям индекса Sensex (Индия, Бомбейская биржа), по всем рассматриваемым годам коэффициент находился

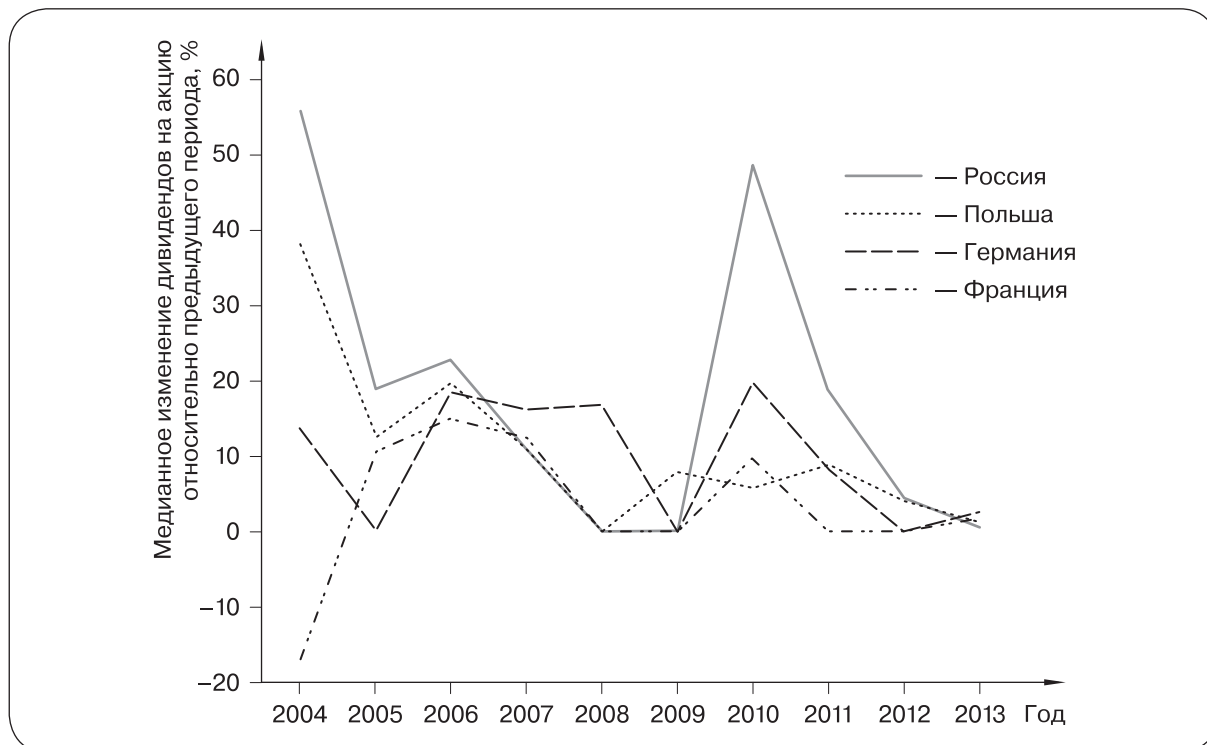


Рис. 9. Динамика величины медианного изменения дивидендов на акцию относительно предыдущего периода среди плательщиков дивидендов по России, Польше, Германии и Франции

в диапазоне 19–23%. Достаточно устойчивы выплаты по китайским компаниям Шанхайской биржи (индекс Shanghai Comp.), дивидендный выход снижался с 43% в 2003 г. до 40% в 2013 г. Более волатильны по годам были коэффициенты дивидендных выплат для компаний EuroTOP100 (от 58% в 2003 г. до 65% в 2008 г. и 60% в 2013 г.) и бразильского индекса Bovespa (от 64% в 2003 г. до 35% в 2007–2008 гг. и 59% в 2013 г.).

По итогам 2013 г. показатель доли дивидендных выплат в чистой прибыли российских компаний (медианное значение по выборке) составил 34%. Схожие низкие значения дивидендных выплат характерны для Турции (19%) и Кореи (15%), в то время как по публичным компаниям ЮАР дивидендный выход составляет 60%, Тайваня — 55%, Бразилии (по индексу Bovespa) — 51%. Оценки по четырем странам с выделением соответствующих пер-

центилей (25%, 50% и 75%) показаны в табл. 3.

Стоит отметить, что медианная дивидендная доходность по российским компаниям за последние три года (с 2011 г.) вышла на уровень других трех рассматриваемых стран, но за весь период она заметно ниже: 2,3% против более чем 3% в других странах. При этом во всех странах наблюдались экстремальные значения дивидендной доходности для отдельных компаний (Приложение 4). В то время как по рынку Германии подобные высокие значения дивидендной доходности фиксировались на уровне 12–19% годовых, для России, Франции и Польши наблюдалось заметно большее число компаний с экстремальными значениями и сами уровни экстремальной доходности были выше (в том числе более 30%). По усредненным оценкам (табл. 3) по дивидендной доходности и дивидендному выходу лидирует польский рынок.

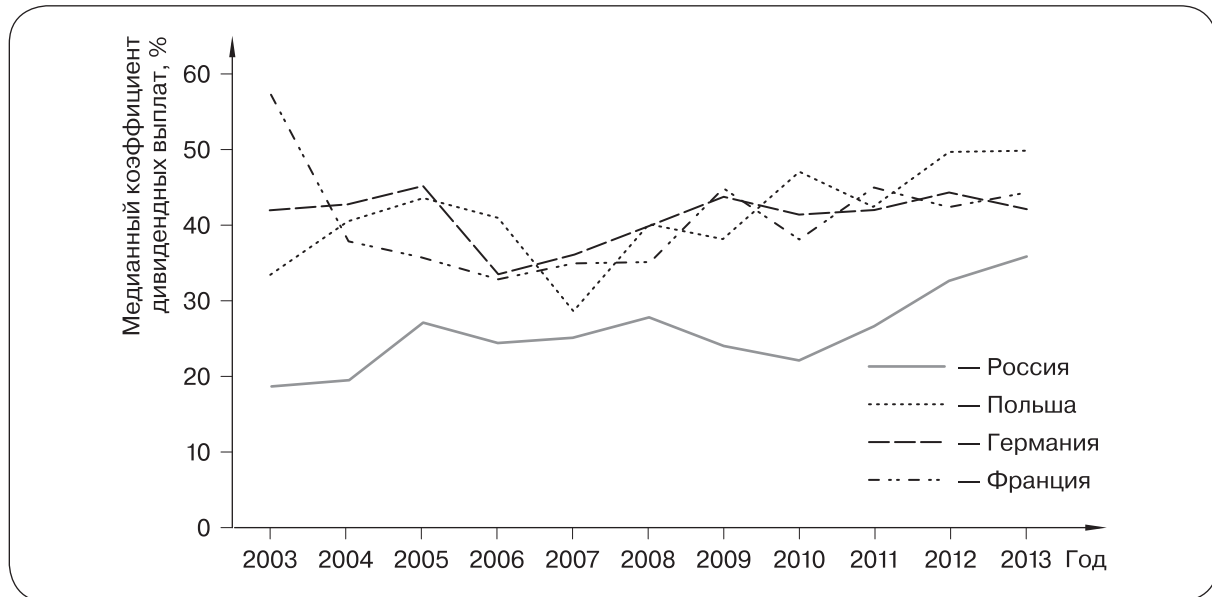


Рис. 10. Динамика медианного дивидендного выхода среди плательщиков дивидендов по России, Польше, Германии и Франции

Различия по доле плательщиков дивидендов между капитализационными квинтилями более выражены в Германии и Франции: с ростом капитализации значительно растет доля компаний, платящих дивиденды (рис. 11). В пятом квинтиле (самые крупные компании) доля плательщиков составляет около 95% (за весь период). В России и Польше с ростом размера компании в среднем растет и доля плательщиков, но не так заметно. В России доля плательщиков во втором капитализационном квинтиле даже чуть ниже, чем в первом: 35,4% против 36,0%. Случаи роста дивидендов (*DPS*) также характерны для крупных компаний, что в большей степени фиксируется по выборкам Германии и Франции. Примечательно, что доля компаний, отказывающихся от дивидендов, почти не меняется между капитализационными квинтилями в России и Польше, тогда как в Германии и Франции самые крупные компании практически не отменяют дивиденды (это единичные случаи).

Медианная дивидендная доходность имеет *U*-образную (хотя и не сильно выраженную) связь с размером компании в России,

Польше и Франции с минимумом в третьем квинтиле по капитализации (рис. 12). В Германии дивидендная доходность стабильно снижается с ростом размера компании, так же как и коэффициент дивидендных выплат (дивидендный выход). В Польше и Франции взаимосвязь коэффициента дивидендных выплат с размером компании тоже *U*-образная. В России медианный коэффициент дивидендных выплат максимален среди самых мелких компаний (более 80%), во втором квинтиле падает до 40%, а в остальных остается приблизительно на уровне 20%.

Еще один шаг нашего анализа — сопоставление практик дивидендных выплат по выделенным экономическим секторам. С учетом деления на сектора экономики были сопоставлены число плательщиков и неплательщиков дивидендов, количественные показатели дивидендных выплат. Хотя более высокие уровни дивидендных выплат относятся преимущественно к секторам с небольшим числом наблюдений, можно констатировать, что по дивидендной доходности лидирует телекоммуникационный сектор. Для Франции и Германии

Таблица 3

**Показатели дивидендных выплат по четырем изучаемым странам**

Страна	Показатель		Дивидендная доходность (dividend yield)	Дивидендный выход (payout ratio)
Германия	Число наблюдений		2093	1702
	Перцентиль	25	1,98%	25,88%
		50	3,05%	41,54%
		75	4,60%	65,19%
Межквартильный размах		2,61%	39,32%	
Польша	Число наблюдений		996	938
	Перцентиль	25	2,07%	26,28%
		50	3,48%	42,80%
		75	5,81%	68,40%
Межквартильный размах		3,74%	42,12%	
Россия	Число наблюдений		712	799
	Перцентиль	25	0,92%	11,28%
		50	2,28%	26,63%
		75	5,31%	66,85%
Межквартильный размах		4,38%	55,57%	
Франция	Число наблюдений		2304	1848
	Перцентиль	25	1,94%	25,13%
		50	3,03%	38,98%
		75	4,59%	61,84%
Межквартильный размах		2,65%	36,71%	

Примечание: использованы данные финансовой отчетности с 2003 по 2013 г.

устойчивыми плательщиками являются компании, связанные с сырьевыми товарами (более 50% из них — плательщики дивидендов). В рассматриваемый период доля плательщиков также превалировала в финансовом секторе по РФ и Франции (в отличие от Польши и Германии).

#### *5.5. Специфика дивидендного выбора российских компаний: структура акционерного капитала и биржевая площадка*

Одной из задач проводимого анализа было выявление закономерности выплат по группам компаний с разной структурой акционерного капитала. Так как доля государства в публичных компаниях аномально высока именно на российском рынке, мы сосредоточили внимание как раз на этой подвыборке. При этом мы учи-

тываем, что в зарубежной практике есть разные подходы к пониманию качества корпоративного управления для компаний с государственным участием (от отсутствия рекомендаций по дивидендным решениям (США, Канада, Великобритания, Германия, Норвегия) до регламентации в той или иной степени дивидендных выплат (Австралия, Новая Зеландия, Швеция<sup>20</sup>, Китай<sup>21</sup>)).

Крупнейшие российские компаний были разделены на три группы по наличию

<sup>20</sup> В Швеции нормативы устанавливаются индивидуально для каждой компании с учетом отрасли (но не менее 30% от чистой прибыли).

<sup>21</sup> В 2013 г. в Китае декларирована цель довести к 2030 г. коэффициент дивидендных выплат по компаниям с госучастием до 30% от чистой прибыли. В России это требование зафиксировано в размере 25% от чистой прибыли по РСБУ.

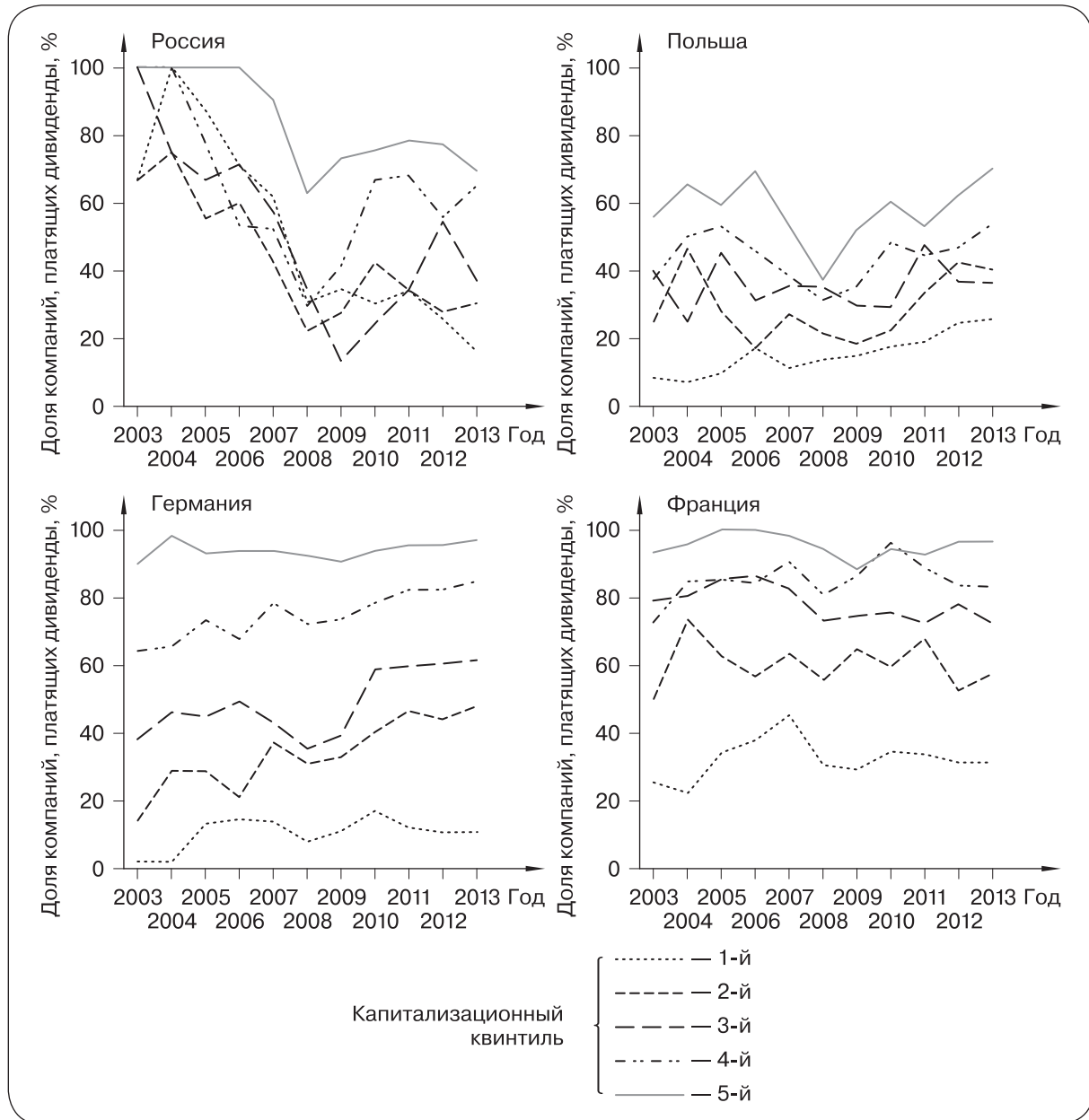


Рис. 11. Динамика доли компаний, платящих дивиденды, при делении на капитализационные квинтили по России, Польше, Германии и Франции

государственной собственности: 55 частных компаний, 38 государственных и 6 компаний с неконтрольным участием государства. Малое число компаний в последней группе не позволяет проводить адекватные сопоставления, поэтому наше внимание сосредоточено на особенностях дивидендного

выбора для частных и государственных компаний.

Общая доля плательщиков дивидендов среди частных и государственных компаний за весь период совпадает и равна 66,1%. Однако вплоть до 2009 г. доля плательщиков была выше у частных компаний,

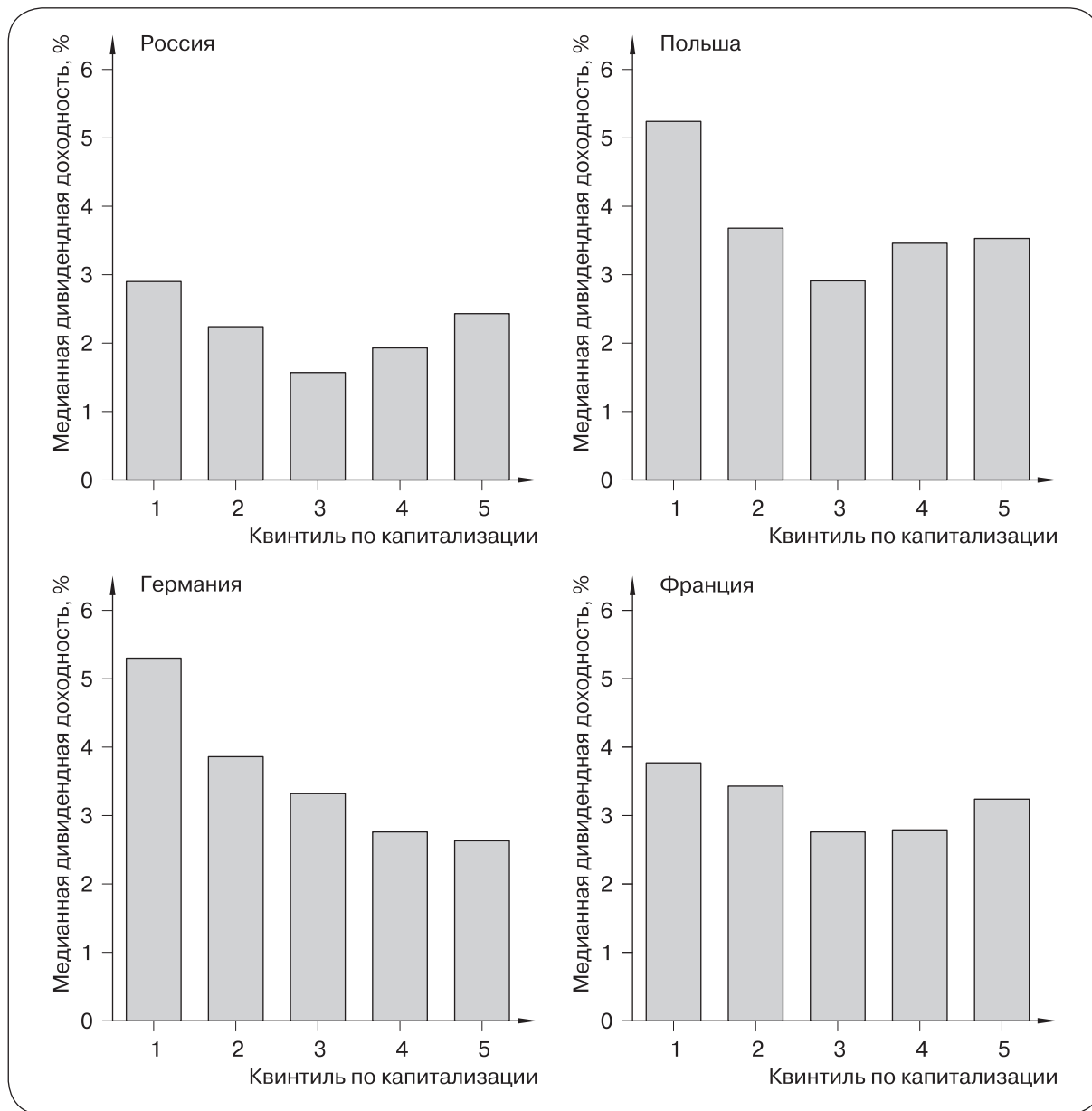


Рис. 12. Медианная дивидендная доходность среди плательщиков дивидендов за весь период при делении на капитализационные квинтили по России, Польше, Германии и Франции

а начиная с 2010 г. — у государственных (рис. 13а). Распределение выбора по выделенным ранее шести типам дивидендных решений среди частных и государственных компаний в целом достаточно близко (рис. 13б). Медианная дивидендная доходность и коэффициент дивидендных выплат (рис. 14 и 15) у частных компа-

ний выше, чем у компаний под контролем государства, на протяжении почти всего рассматриваемого периода: в среднем 2,2% и 25,7% против 1,8% и 16,5% соответственно. Однако после кризиса 2008–2009 гг. дивидендная доходность компаний с госучастием сравнялась с доходностью частных компаний (к 2011 г.), но по результатам



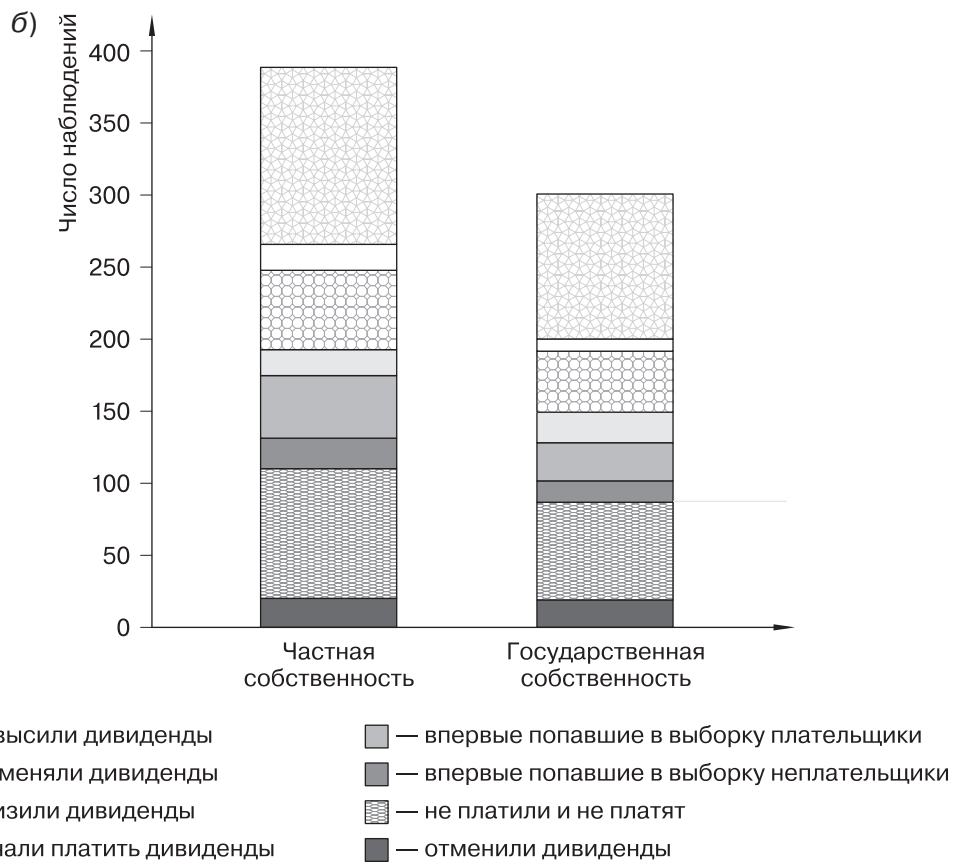
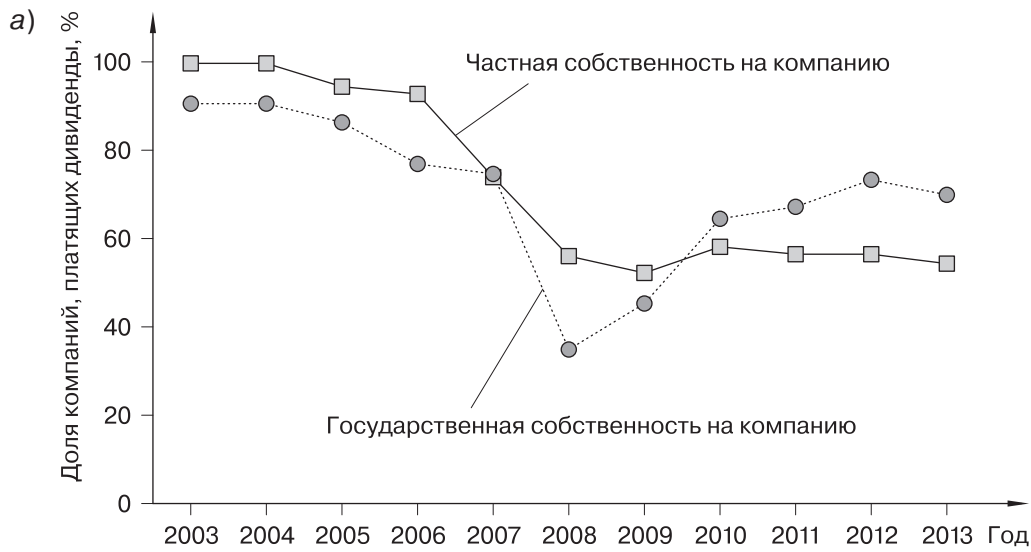


Рис. 13. (а) Динамика доли российских компаний, платящих дивиденды, по типам собственности; (б) Соотношения количества типов различных дивидендных решений российских компаний за весь период, по типам собственности

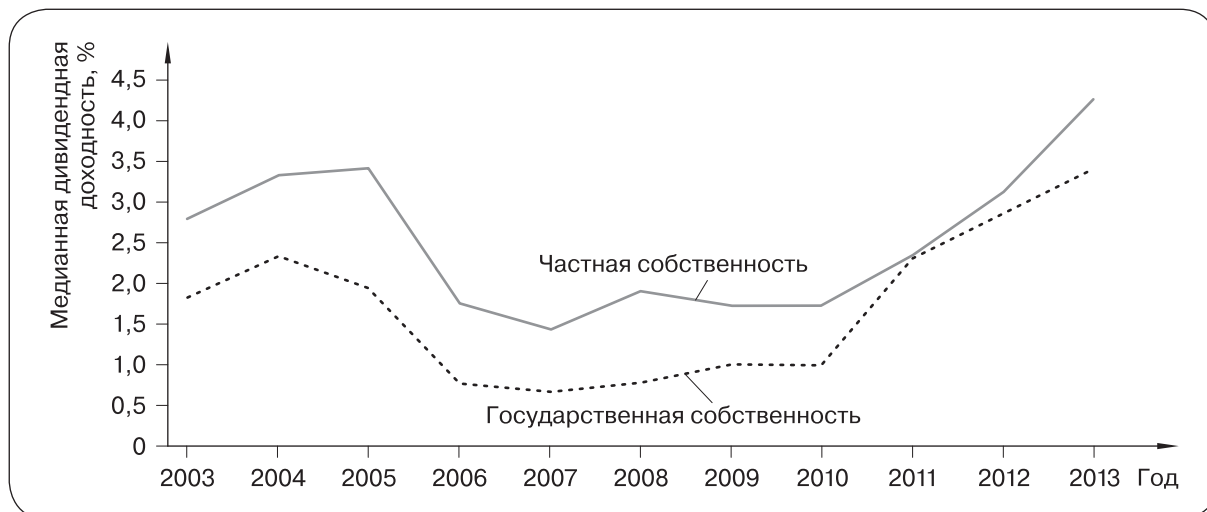


Рис. 14. Медианный коэффициент дивидендных выплат среди российских плательщиков дивидендов за весь период, по типам собственности

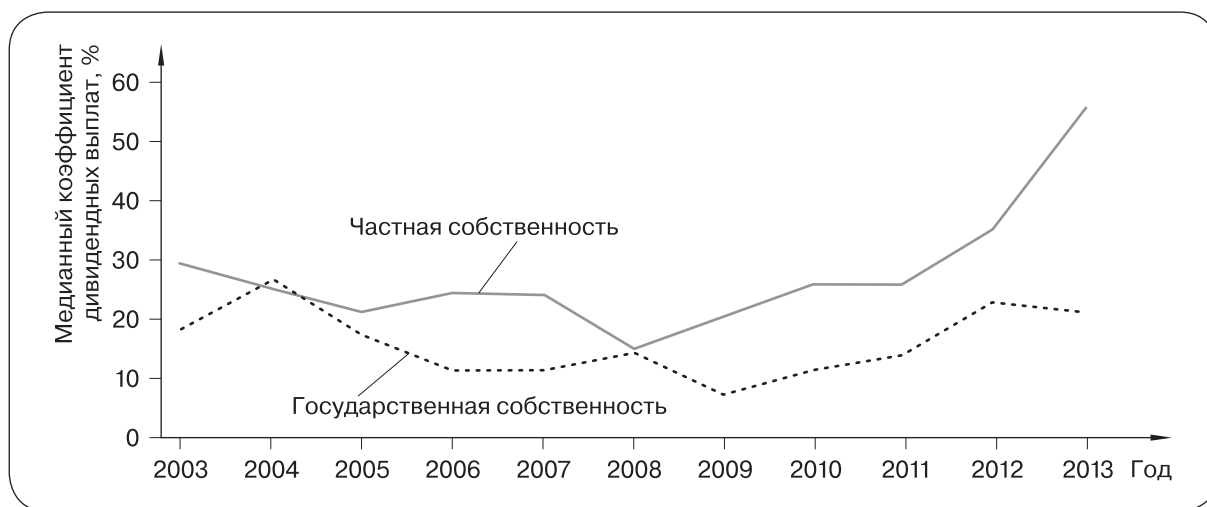


Рис. 15. Динамика медианного коэффициента дивидендных выплат среди российских плательщиков дивидендов, по типам собственности

2012 и 2013 гг. она оказалась несколько ниже (например, по 2013 г. компании с госучастием показали дивидендную доходность 3,3%, а частные — 4%).

Перейдем теперь к кросс-листингу на зарубежных торговых площадках. Из рассматриваемых нами 295 обыкновенных акций российских компаний Московской биржи 58 торгуются как на МБ, так и на иностранных биржах (в форме депозитарных расписок), 18 — только на иностранных,

остальные — только на Московской бирже. По акциям, которые котируются только на зарубежных площадках, информация есть лишь за последние несколько лет, поэтому количество наблюдений в данной группе недостаточно для адекватных сопоставлений, так же как и ранее в группе компаний с неконтрольным участием государства.

Анализ показывает, что доля акций, по которым выплачиваются дивиденды, заметно выше среди акций, на которые

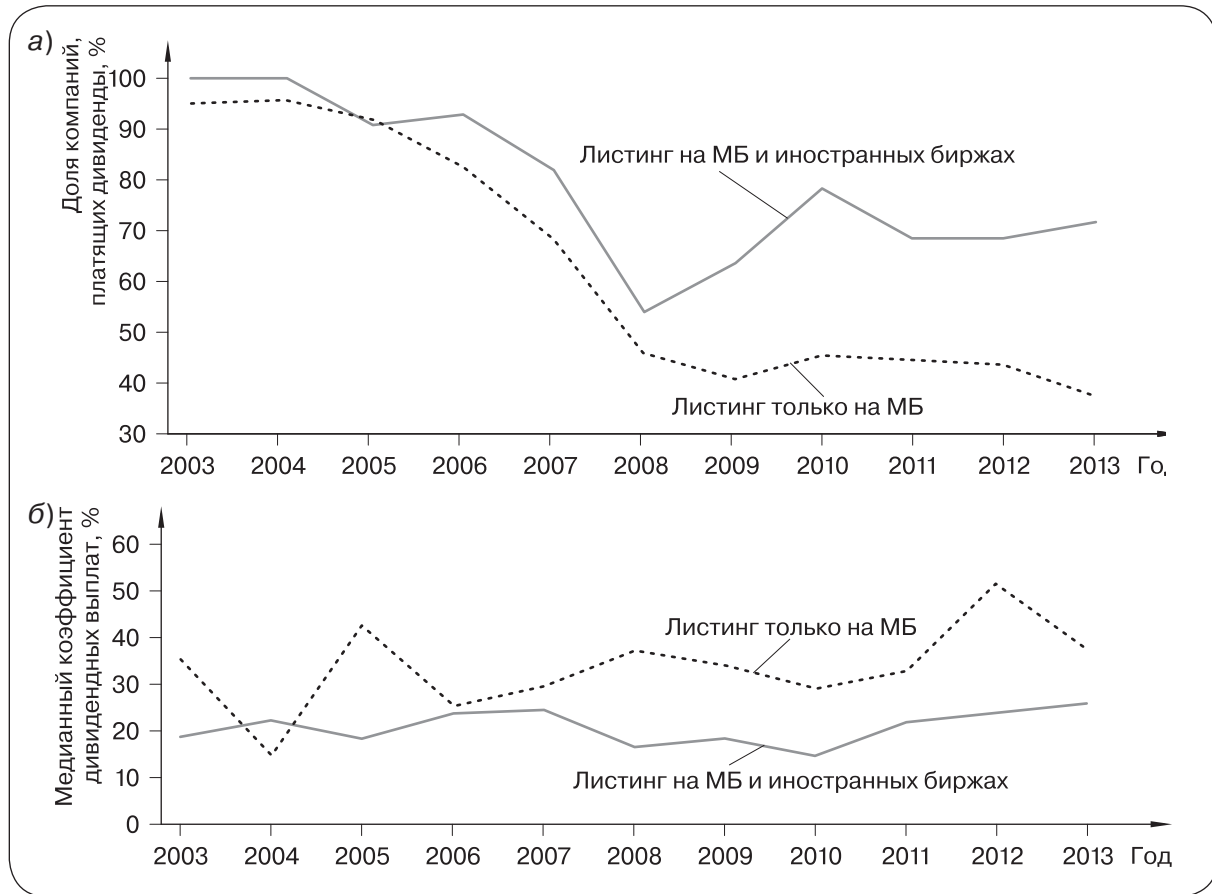


Рис. 16. (а) Динамика доли российских компаний, платящих дивиденды, по месту листинга; (б) Динамика медианного коэффициента дивидендных выплат среди российских плательщиков дивидендов, по месту листинга

выпущены депозитарные расписки, чем среди акций, котирующихся только на МБ (76,1% против 52,6% за весь период), различия стали особенно заметны начиная с 2009 г. (рис. 16а). Медианная дивидендная доходность, напротив, ниже у акций с депозитарными расписками: 2,0% против 2,6%. Отчасти это может объясняться ранее описанными зависимостями дивидендов от размера компании, так как кросс-листинг выбирают, как правило, более крупные компании, с хорошим финансовым положением, цены акций которых отражают эту специфику. Кроме того, эти акции отличаются большей ликвидностью, что также влияет на цены (по сравнению с аналогами, торгуемыми исключительно на МБ).

У компаний, торгующихся исключительно на Московской бирже, коэффициент дивидендных выплат выше (рис. 16б), но менее устойчив. Компании с двойным листингом демонстрируют более устойчивый коэффициент дивидендных выплат, на посткризисном отрезке дивиденды растут.

## 6. Заключение

Межстрановое сопоставление дивидендных дат и ключевых дивидендных показателей (публичных компаний России, Польши, Франции, Германии<sup>22</sup> и ряда других

<sup>22</sup> Макроэкономические сопоставления по четырем странам представлены в Приложении 1.

развитых и развивающихся рынков капитала) позволило выявить ряд интересных черт дивидендного выбора российских компаний, отличающих их от зарубежных практик. В «тучные» годы (до 2008 г.) по публичным компаниям российского рынка преобладали плательщики дивидендов (95% публичных компаний), но с 2008 г. (глобальный кризис) их число уменьшилось и к 2015 г. находится на уровне 48%. По трем европейским компаниям глобальный кризис проявился в практике дивидендных выплат не столь ярко (по Польше и Германии доля плательщиков дивидендов росла, но оставалась ниже, чем во Франции, компании которой начиная с 1980-х гг. демонстрировали большое число плательщиков — 77–80% рынка). Европейские публичные компании отличаются от компаний США — последние активно используют масштабные программы выкупа акций (85% компаний из индекса S&P500 практикуют такую политику, при этом 2015 г. должен стать рекордным по суммарному объему выплат). Наиболее активно используют выкуп акций компании из сферы высоких технологий и интернет-технологий, а по российскому рынку также компании, имеющие возможность сконцентрироваться на интересах мажоритарных акционеров, нуждающихся в деньгах.

Для российского рынка до 2014 г. был характерен отход от мировой практики последовательности дивидендных дат. С 2014 г. компании перешли на общемировую практику. Даты, связанные с выплатой дивидендов за IV квартал (по году), схожи по странам и равномерно распределены (общие гистограммы демонстрируют только один пик). Наибольшее число закрытий реестра в России, Германии и Франции наблюдается в мае, а в Польше — в июле. Объявление годовых дивидендов в России происходит преимущественно в апреле и мае, в Польше — с марта по май, в Германии и Франции — с февраля по апрель (в Германии отчетливо преобладают объявления в марте). Относительно раннее объявление дивидендов (аудирование от-

четности и объявления со стороны СД) по Германии может объясняться высокой долей розничных инвесторов и необходимостью конкурировать за деньги глобальных инвесторов рынка капитала.

В Германии (рис. 8), Италии, Португалии (табл. 2) преобладают годовые дивиденды (наблюдений с четырьмя выплатами по году не зафиксировано), схожая практика наблюдалась по польскому рынку до 2011 г., однако в последние годы по Польше наблюдается переход к двум выплатам по году. Значительная доля российских компаний выплачивает дивиденды только раз в год, однако имеется немалая доля плательщиков, выбирающих 2–4 выплаты по году (табл. 1). По российскому рынку можно сделать два интересных вывода:

- 1) плательщики с четырьмя выплатами по году преобладают среди компаний с кросс-листингом (котируются на фондовых площадках США требует соблюдения американской практики выплат 4 раза по году<sup>23</sup>);
- 2) в динамике доля компаний с большим числом выплат по году растет, более того, компании и в своих положениях о дивидендах прямо фиксируют переход на такую практику (например, такой пункт был зафиксирован в 2015 г. в положении о дивидендных выплатах компании Evraz).

Основная масса объявлений дивидендов за II квартал и соответствующих дат закрытий реестра в России приходится на август, в то время как, например, в Германии объявления о промежуточных дивидендах происходят преимущественно в октябре, а закрытие реестра — в декабре. Для Польши и Франции характерны более равномерные по году распределения ключевых дивидендных дат. Высокая доля коллективных инвестиций, возможно, диктует более равномерное распределение

<sup>23</sup> В то же время российские компании демонстрируют достаточно вольный подход к реализации этой практики, пример — компания Qiwi, отказавшаяся от выплат по IV кварталу 2014 г. и I кварталу 2015 г.

дивидендных дат по году (например, для компаний Франции и Польши).

Сопоставление развитых и развивающихся рынков показывает, что на развивающихся рынках (Польша, Россия, Индия, Мексика) публичные компании платят меньше дивидендов в абсолютном выражении (и в соотношении с ВВП), частота выплат также реже (превалируют годовые выплаты, российский рынок скорее исключение). Крайне низка доля плательщиков и объемы выплат по Индии. Доля плательщиков дивидендов в Германии и Франции выше, чем в Польше и России. Следует отметить, что выплата промежуточных дивидендов определяется не столько развитостью рынка (существенны отличия между США, Францией и Германией), сколько сложившимися практиками. Доля плательщиков промежуточных дивидендов во Франции и России сопоставима, в Германии и Польше — крайне мала, американские компании традиционно используют четыре выплаты по году.

Коэффициент дивидендных выплат и дивидендная доходность в Польше, Германии и Франции близки и несколько выше, чем по выборке российских публичных компаний. Сопоставление с развивающимися рынками показывает, что медианные значения дивидендного выхода по российскому рынку близки к китайскому (35–40%) и превышают оценки для Индии (по индийскому рынку фиксируется и крайне низкая доля плательщиков), Южной Кореи, Турции. При этом доля прибыли, направляемая на дивиденды на российском рынке, явно ниже, чем по развитым рынкам (США, Германия, Франция), а также по Польше и Бразилии. В последние годы в связи с резким падением цен акций дивидендная доходность в России стала сопоставима с дивидендной доходностью в других странах.

Подвыборка крупных компаний по капитализации на развитых и развивающихся рынках характеризуется более высокими и регулярными выплатами. Доля плательщиков стабильно растет с размером ком-

паний по всем странам. Промежуточные выплаты более часты у самых крупных компаний, для остальных зависимость не сохраняется. Интересно, что по выборке российских компаний группа малых по капитализации компаний также демонстрирует высокую частоту выплат по году. Коэффициент дивидендных выплат и дивидендная доходность самые высокие у относительно малых компаний российского рынка. Для компаний Германии эти показатели стабильно убывают с размером. По другим странам взаимосвязь скорее U-образная (но не ярко выраженная).

По секторам с высокой отдачей по капиталу и рентабельностью продаж характерны выплаты выше среднестрановых (медианных) значений. При этом в кризисные годы компании урезали дивиденды, «липкость» дивидендов по четырем странам не прослеживалась, менялась и частота выплат по году.

Доля плательщиков дивидендов среди частных и государственных российских компаний одинакова (при сопоставлении 100 крупнейших российских компаний). При этом доля плательщиков промежуточных дивидендов среди частных компаний намного выше. У частных компаний наблюдались более высокие дивидендная доходность и коэффициент дивидендных выплат до 2008 г., с 2010 г. ситуация изменилась. В этом мы отмечаем отличие от польских компаний с государственным участием (котирующих акции на Варшавской фондовой бирже), для которых характерны более высокие показатели дивидендного выхода по сравнению со средними по рынку. Российские компании с зарубежным листингом или с двойным листингом характеризуются более регулярной дивидендной политикой и высокими выплатами. Более устойчива по коэффициенту дивидендных выплат политика российских компаний, котирующих акции на зарубежных биржах.

Таким образом, кризис 2008–2009 гг. внес коррективы в политику выплат на российском и глобальном рынках. Наиболее

ярко это проявилось на российской выборке (снизился коэффициент дивидендных выплат, на фоне падения цен акций выросла дивидендная доходность). Более стабильную дивидендную политику (схожую с рассматриваемыми тремя зарубежными рынками) показывали компании, котирующие акции на зарубежных фондовых площадках.

В кризисные 2008 и 2009 гг. увеличилась доля компаний, отказавшихся от выплаты дивидендов. В России и Польше это увеличение более выражено, чем в Германии и Франции. Например, по результатам 2008–2009 гг. отменили выплаты дивидендов (в процентах от доли плательщиков дивидендов за 2007 г.) в Германии 26,1% компаний, в Польше — 63,2%, во Франции — 17,5%, в России — 41,8%. В Германии и Франции существенно увеличилось число компаний, сокративших объемы денежных выплат по дивидендам или оставивших дивиденды на прежнем уровне, тогда как в России и Польше такого изменения почти не прослеживается. Уже с 2010 г. наблюдается рост числа инициаций дивидендных выплат. В России, Германии и Франции около 20% неплательщиков дивидендов за 2009 г. инициировали их в 2010 г. В Польше процесс инициации активизировался несколько позже (отмечаются выплаты по результатам 2012 г., когда число инициаций достигло 37). С 2010 г. в Польше наблюдается рост числа экстремальных выплат, когда суммарные денежные дивиденды превышали прибыль отчетного года (см. Приложение 5) — фактически дивиденды платились из нераспределенной прибыли прошлых лет.

Часть компаний, имеющих отрицательную чистую прибыль, несмотря на кризисные явления в экономике, продолжала платить дивиденды или сочетала денежные дивиденды с выкупом акций.<sup>24</sup> Наиболее

высока доля таких компаний во Франции и России: 19,1 и 18,4% соответственно, что, возможно, объясняется большими потребностями ключевых собственников (по этим странам высока концентрация акционерного капитала). В Германии эта доля более чем в два раза ниже (9,4%), в Польше таких компаний меньше всего — 5,4%. В ситуации большой недооцененности акций многие российские компании с 2008 г. активно использовали выкуп акций с биржи (объявляя оферты).<sup>25</sup> Стоит заметить, что рекордные суммы выкупа акций демонстрировали в эти годы и компании США, Японии.

Итак, проведенный анализ показал, что развивающиеся рынки (Россия и Польша) характеризуются менее стабильными дивидендными выплатами, чем развитые (Германия и Франция): компании более склонны к отмене дивидендов при неблагоприятных условиях, а изменения дивидендов не сглажены относительно изменения чистой прибыли. Кроме того, на развитых рынках дивидендные решения компаний более выражено зависят от их размера (чем крупнее компании, тем больше среди них доля плательщиков дивидендов). Прочие аспекты практики дивидендных выплат, такие как склонность к промежуточным выплатам, доля дивидендов в прибыли и дивидендная доходность, могут значительно отличаться между странами с сопоставимым уровнем развития фондового рынка. Наблюдаемые различия во многом объясняются исторически сложившимися традициями, а также различной структурой акционерного капитала: при более концентрированной собственности дивидендная политика компаний в большей степени служит для удовлетворения потребности крупных собственников в денежных средствах и в меньшей — для создания положительной репутации и привлечения рыночных инвесторов.

<sup>24</sup> Как исключение — уже упоминавшаяся компания «Уралкалий», которая за 2014 г. объявила о расчетах с акционерами в виде выкупа акций (вместо денежных дивидендов).

<sup>25</sup> Evraz, МТС, «Яндекс», АФК «Система», «Норильский никель», «Новатэк», Rambler, X5 Retail Group, Mail.ru Group, «Русарго».

## Приложение 1

ДИНАМИКА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ  
ПО РОССИИ, ПОЛЬШЕ, ГЕРМАНИИ И ФРАНЦИИ

Год	Россия	Польша	Германия	Франция
1	2	3	4	5
<i>Темп роста ВВП, %*</i>				
2003	7,30	3,87	-0,38	0,90
2004	7,18	5,34	1,16	2,54
2005	6,38	3,62	0,68	1,83
2006	8,15	6,23	3,70	2,47
2007	8,54	6,79	3,27	2,29
2008	5,25	5,13	1,08	-0,08
2009	-7,82	1,79	-5,15	-3,15
2010	4,50	3,88	4,01	1,72
2011	4,26	4,45	3,33	2,03
2012	3,44	1,91	0,69	0,01
2013	1,32	1,57	0,43	0,21
<i>ВВП, млрд долл.**</i>				
2003	430,3	216,8	2428,5	1851,7
2004	591,2	253,0	2729,9	2127,0
2005	763,7	303,9	2771,1	2207,5
2006	989,9	341,6	2905,4	2327,1
2007	1299,7	425,5	3328,6	2666,8
2008	1660,8	529,4	3640,7	2937,3
2009	1222,6	431,3	3306,8	2700,7
2010	1524,9	469,6	3310,6	2651,8
2011	1904,8	515,5	3631,4	2865,3
2012	2017,5	490,7	3427,9	2688,2
2013	2096,8	517,7	3636,0	2807,3
<i>ВВП по ППС на душу населения, долл.**</i>				
2003	13 264,2	12 817,7	30 426,7	30 743,2
2004	14 654,4	13 884,2	31 492,2	32 252,2
2005	16 159,5	14 855,8	32 807,1	33 571,1
2006	18 064,5	16 273,0	35 180,0	35 172,6
2007	20 128,1	17 854,3	37 384,5	36 724,6
2008	21 615,0	19 142,8	38 527,5	37 313,1
2009	20 066,3	19 591,8	36 934,4	36 297,4
2010	21 210,7	20 582,6	38 852,5	37 284,3
2011	22 563,6	21 750,6	41 730,2	38 657,2
2012	23 700,0	22 577,5	42 755,6	39 290,9
2013	24 298,0	23 272,8	43 474,7	39 813,5

## Окончание Приложения 1

1	2	3	4	5
<i>Инфляция, %**</i>				
2003	12,00	1,70	0,94	2,39
2004	11,70	4,40	2,27	2,31
2005	10,90	0,70	2,12	1,74
2006	9,00	1,40	1,39	1,67
2007	11,90	4,00	3,02	2,78
2008	13,30	3,30	1,14	1,18
2009	8,81	3,50	0,84	0,99
2010	8,78	3,10	1,86	1,97
2011	6,10	4,60	2,28	2,64
2012	6,57	2,40	2,05	1,51
2013	6,47	0,70	1,22	0,04

Источники: \* — Thomson Reuters Eikon, \*\* — IMF, World Economic Outlook Database.

## Приложение 2

**КОМПАНИИ С САМЫМ ВЫСОКИМ СРЕДНИМ ТЕМПОМ РОСТА ДИВИДЕНДОВ  
В 2011–2013 ГГ., РОССИЯ, ПОЛЬША, ГЕРМАНИЯ И ФРАНЦИЯ, %**

Россия		Польша	
«М.Видео»	105,41	Sanockie Zaklady Przemyslu Gumowego Stomil Sanok SA	32,99
АФК «Система»	99,36	Neuca SA	18,22
«Роснефть»	66,98	Asseco Poland SA	13,04
«Сбербанк»	51,51	LPP SA	6,79
Globaltrans Investment PLC	29,03	Pegas Nonwovens SA	2,42
«Газпром нефть»	28,31		
«Новатэк»	25,41		
ЛУКОЙЛ	23,08		
Германия		Франция	
Drillisch AG	47,36	Eurofins Scientific SE (French Branch)	81,71
Schaltbau Holding AG	37,83	Orpea SA	48,26
Heidelbergcement AG	33,89	Compagnie Industrielle et Financiere d'Ingenierie Ingenico SA	31,73
Orbis AG	32,64	Safran SA	30,84
Bayerische Motoren Werke AG	25,99	Compagnie Plastic Omnium SA	28,49
Adidas AG	23,31	Arkema SA	22,76
Bertrandt AG	22,39	IGE+XAO SA	19,54
Volkswagen AG	22,05	Grenobloise d'Electronique et d'Automatismes SA	18,76
Freenet AG	21,92	Bureau Veritas Registre International de Classification de Navires et d'Aeronefs	18,63



## Окончание Приложения 2

Германия		Франция	
Isra Vision AG	20,51	Next Radio TV SA	18,56
Henkel & Co KGaA AG	19,68	Pharmagest Interactive SA	18,56
Sektkellerei Schloss Wachenheim AG	19,35	Lisi SA	17,42
Sartorius AG	18,56	Solucom SA	16,26
Hugo Boss AG	18,25	Dassault Systemes SA	15,41
Fuchs Petrolub SE	16,18	Wendel SA	13,96
Merck KGaA	14,98	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SA	13,86
Baywa AG	14,47	Bastide le Confort Medical SA	13,62
Biotest AG	14,47	Norbert Dentressangle SA	13,30

Примечание: среди компаний, которые увеличивали дивиденды на акцию каждый год в рассматриваемом периоде и имели дивидендную доходность в 2010 г. не ниже 0,5%.

## Приложение 3

**МЕДИАННЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ВАРИАЦИИ  
ДИВИДЕНДОВ НА АКЦИЮ И ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ НА ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ  
В 2003–2013 ГГ., РОССИЯ, ПОЛЬША, ГЕРМАНИЯ И ФРАНЦИЯ**

Страна	Коэффициент вариации дивидендов (DPS)	Коэффициент вариации чистой прибыли на акцию (EPS)	Отношение коэффициентов вариации дивидендов и чистой прибыли*
Россия	1,14	0,90	1,33
Польша	1,23	0,84	1,44
Германия	0,80	0,85	0,77
Франция	0,47	0,69	0,71

Примечание: \* — приведено медианное значение отношения двух показателей.

## Приложение 4

**КОМПАНИИ С САМОЙ ВЫСОКОЙ СРЕДНЕЙ ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТЬЮ  
В 2010–2013 ГГ., РОССИЯ, ПОЛЬША, ГЕРМАНИЯ И ФРАНЦИЯ**

Россия		Польша	
«Лензолото»	38,50%	Emperia Holding SA	30,04%
«Энергосбыт Ростовэнерго»	22,02%	KGHM Polska Miedz SA	12,17%
«Пермская ЭСК»	15,76%	Novita SA	11,31%
Германия		Франция	
Rhoen Klinikum AG	19,04%	Acanthe Developpement SE	43,09%
Telegate AG	12,42%	Lagardere SCA	30,07%
Prosiebensat 1 Media AG	12,25%	Mercialys SA	24,76%
Turbon AG	11,37%	Societe Internationale de Plantations d'Heveas SA	18,37%

Примечание: среди компаний, которые выплачивали дивиденды за каждый год в рассматриваемом периоде.

## Приложение 5

**ЭКСТРЕМАЛЬНЫЕ ДИВИДЕНДНЫЕ ВЫПЛАТЫ,  
РОССИЯ, ПОЛЬША, ГЕРМАНИЯ И ФРАНЦИЯ, В ДИНАМИКЕ**

Страна	Год	Число наблюдений, удовлетворяющих следующему условию		
		Дивидендная доходность > 10%	Дивидендная доходность > 20%	Дивидендный выход > 100%
1	2	3	4	5
Германия	2003	5	2	12
	2004	5	3	12
	2005	6	4	16
	2006	7	2	12
	2007	8	4	21
	2008	3	1	13
	2009	7	3	18
	2010	6	1	17
	2011	5	3	19
	2012	10	6	25
	2013	7	1	24
Польша	2003	2	1	0
	2004	6	2	7
	2005	6	4	3
	2006	3	2	5
	2007	1	0	5
	2008	2	0	5
	2009	7	1	8
	2010	6	2	14
	2011	13	2	16
	2012	18	2	12
	2013	14	2	19
Россия	2003	1	0	1
	2004	1	0	2
	2005	7	5	5
	2006	6	0	3
	2007	3	2	4
	2008	5	2	4
	2009	7	3	7
	2010	15	10	8
	2011	20	8	10
	2012	21	4	14
	2013	10	2	11

## Окончание Приложения 5

1	2	3	4	5
Франция	2003	12	4	26
	2004	10	5	19
	2005	3	2	7
	2006	2	1	12
	2007	4	1	12
	2008	2	0	12
	2009	11	4	30
	2010	8	3	19
	2011	7	3	19
	2012	11	2	26
	2013	3	2	27

## Приложение 6

## ОПИСАТЕЛЬНАЯ СТАТИСТИКА ПО ВЫБОРКЕ

Год	Россия	Польша	Германия	Франция
1	2	3	4	5

*Число наблюдений с данными о наличии или отсутствии дивидендов*

2003	48	127	273	249
2004	51	148	285	258
2005	94	163	301	270
2006	126	186	336	288
2007	139	235	351	296
2008	164	263	350	296
2009	173	278	347	285
2010	191	300	357	293
2011	218	329	373	298
2012	229	338	377	300
2013	227	346	362	303

*Суммарная капитализация компаний в выборке, млрд долл.*

2003	89,2	64,1	678,1	986,4
2004	119,1	95,6	792,6	1226,7
2005	207,3	153,3	890,3	1431,8
2006	776,6	224,8	1230,2	2000,6
2007	1113,1	301,8	1570,7	2317,6
2008	307,2	116,8	825,6	1311,2
2009	682,7	193,7	1075,3	1719,6
2010	937,8	211,2	1196,6	1627,7
2011	777,3	139,8	1002,1	1293,3
2012	838,7	203,5	1301,7	1533,6
2013	818,9	247,7	1694,5	1991,1

## Окончание Приложения 6

1	2	3	4	5
<i>Средняя рыночная капитализация, млн долл.</i>				
2003	5945,7	525,5	2756,5	4525,0
2004	6267,9	682,7	3096,1	5404,1
2005	4820,3	976,7	3237,5	6016,1
2006	10 785,6	1284,5	4007,1	7876,3
2007	10 702,9	1365,4	4908,4	8983,0
2008	2327,0	460,0	2579,9	5043,2
2009	4676,0	719,9	3413,6	6717,1
2010	5718,4	730,7	3727,8	6212,5
2011	3810,3	442,3	3018,2	4843,7
2012	3883,0	620,5	3897,2	5617,7
2013	3826,8	737,1	5134,9	7111,2
<i>Медианная рыночная капитализация, млн долл.</i>				
2003	1994,9	18,2	83,3	220,4
2004	1895,4	46,4	110,1	287,5
2005	748,0	52,7	138,3	397,0
2006	1202,8	138,1	175,8	519,0
2007	1738,5	137,8	194,1	581,6
2008	224,9	32,8	91,8	223,6
2009	586,7	49,5	142,4	375,6
2010	811,2	78,4	195,1	423,3
2011	385,5	41,2	148,7	315,9
2012	325,9	54,6	169,7	339,6
2013	283,5	76,5	219,1	440,8

## ЛИТЕРАТУРА

- Березинец И. В., Булатова Л. А., Ильина Ю. Б. 2013. Влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций: исследование публичных компаний развивающегося рынка Индии. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (4): 3–28.
- Зальцман А. А. 2012. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний. *Аудит и финансовый анализ* (1): 233–241.
- Лукаевич И. 2007. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ. *Управление корпоративными финансами* (4): 228–241.
- Рогова Е. М., Бердникова Г. О. 2014. Ценовая реакция российского фондового рынка на объявления компаний о дивидендных выплатах. *Российский журнал менеджмента* 12 (4): 3–28.
- Ружанская Л., Лукьянов С. 2010. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов. *Вопросы экономики* (3): 132–146.
- Теплова Т. В. 2008. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках. *Аудит и финансовый анализ* (2): 1–15.
- Теплова Т. В. 2010. Феномен экс-дивидендной даты: тестирование аномалии на российском фондовом рынке. *Управление корпоративными финансами* (2): 88–104 (часть первая); (3): 172–195 (часть вторая).

- Теплова Т. В. 2011. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса. *Финансовый менеджмент* (1): 11–24.
- Теплова Т. В., Шабалин П. 2014. Дивидендные даты. Сопоставительный анализ российской и польской практик фиксации дивидендных дат и изменения в корпоративном законодательстве. *Управление корпоративными финансами* (2): 2–15.
- Шагалеева Г. 2011. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М.
- Adaoglu C. 2000. Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: Evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review* 1 (3): 252–270.
- Aivazian V., Booth L., Cleary S. 2003. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research* 26 (3): 371–387.
- Allen F., Michaely R. 2003. Payout policy. In: *Handbook of the Economics of Finance*. Ch. 7. Elsevier B.V.
- Brav A., Graham J., Harvey C, Michaely R. 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77 (3): 483–527.
- Breuer W., Rieger O., Soypak K. 2014. The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance* 42: 247–265.
- Denis D. J., Osobov L. 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 62–82.
- Eije H. von, Megginson W. L. 2008. Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics* 89 (2): 347–374.
- Fama E. F., French K. R. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60 (1): 3–43.
- Forti C., Schiozer R. F. 2015. Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. *Journal of Banking & Finance* 56: 1–11.
- Graham J., Harvey C. 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60 (2): 187–243.
- Graham J., Harvey C. 2002. How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *Journal of Applied Corporate Finance* 15 (1): 8–23.
- Graham J., Harvey C. R., Puri M. 2015. Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.
- Harvey C., Graham J., Puri M. 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics* 109 (1): 103–121.
- Hermes N., Smid P., Yao L. 2007. Capital budgeting practices: A comparative study of the Netherlands and China. *International Business Review* 16 (5): 630–654.
- Julio B., Ikkenbery D. 2004. *Reappearing Dividends*. Working Paper No. 585703. <http://papers.ssrn.com>
- Kowalewski O. 2007. *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland*. Working Paper.
- Kowalewski O. 2012. *Does Corporate Governance Determine Corporate Performance and Dividends During Financial Crisis: Evidence from Poland*. WP Polish National Science Centre (NCN), project N N113 361840.
- Lintner J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46 (2): 97–113.
- Miller M. H., Modigliani F. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34 (4): 411–433.
- Naceur S. B., Goaid M., Belanes A. 2006. On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance* 6 (1–2): 1–23.
- Omran M., Pointon J. 2004. Dividend policy, trading characteristics and share prices: Empirical evidence from Egyptian firms. *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 7 (2): 121–133.

- Reddy Y. S., Rath S. 2005. Disappearing dividends in emerging markets? Evidence from India. *Emerging Markets Finance and Trade* 41 (6): 58–82.
- Теплова Т. В., Шагалева Г. В. 2010. Dividend policy of companies on emerging markets. New Bulgarian University. *Academia*. Sofia.
- Yu Fang Zhao, Xin Ping Xia, Xiang Xi Tang, Wei Cao, Xiao Yuan Liu, Ying Han Fan. 2015. Private placements, cash dividends and interests transfer: Empirical evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance* 36 (C): 107–118.

**Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице**  
**The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet**

- Berezinets I. V., Bulatova L. A., Ilina Yu. B. 2013. Vliyanie ob'yavlenij o vyplate dividendov na dokhodnost' aktsij: issledovanie publichnykh kompanij razvivayushhegosya rynka Indii. *Vestnik S.-Peterburgskogo un-ta. Seriya Menedzhment* (4): 3–28.
- Zaltsman A. A. 2012. Determinanty dividendnoj politiki rossijskikh publichnykh kompanij. *Audit i finansovyj analiz* (1): 233–241.
- Lukasevich I. 2007. Dividendnaya politika: teoreticheskie aspekty i osobennosti v RF. *Upravlenie korporativnymi finansami* (4): 228–241.
- Rogova E. M., Berdnikova G. O. 2014. Tsenovaya reaktsiya rossijskogo fondovogo rynka na ob'yavleniya kompanij o dividendnykh vyplatakh. *Rossijskij zhurnal menedzhmenta* 12 (4): 3–28.
- Ruzhanskaya L., Lukyanov S. 2010. Osobennosti dividendnoj politiki rossijskikh kompanij i interesy investorov. *Voprosy ekonomiki* (3): 132–146.
- Теплова Т. В. 2008. Vliyanie dividendnykh vyplat na rynochnuyu otsenku rossijskikh kompanij: ehmpiricheskoe issledovanie metodom sobytijnogo analiza na rossijskikh i zarubezhnykh torgovykh ploshadkakh. *Audit i finansovyj analiz* (2): 1–15.
- Теплова Т. В. 2010. Fenomen eks-dividendnoj daty: testirovanie anomalii na rossijskom fondovom rynke. *Upravlenie korporativnymi finansami* (2): 88–104 (chast' pervaya); (3): 172–195 (chast' vtoraya).
- Теплова Т. В. 2011. Reaktsiya tsen aktsij na ob'yavleniya denezhnykh dividendov: signalizirovanie na rossijskom rynke do i posle krizisa. *Finansovyj menedzhment* (1): 11–24.
- Теплова Т. В., Shabalin P. 2014. Dividendnye daty. Sopostavitel'nyj analiz rossijskoj i pol'skoj praktik fiksatsii dividendnykh dat i izmeneniya v korporativnom zakonodatel'stve. *Upravlenie korporativnymi finansami* (2): 2–15.
- Shagaleeva G. 2011. *Osobennosti dividendnoj politiki kompanij razvivayushhikhsya rynkov kapitala: Avtoref. dis. ... kand. ekon. nauk*. М.

Статья поступила в редакцию  
22 января 2015 г.