

Связь качества корпоративного управления и дивидендных выплат компаний российского фондового рынка: подход на основе индекса качества

Полина Олеговна Щукина

E-mail: polina.schuckina@yandex.ru, ORCID: 0009-0007-8314-1165

МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация

Петр Александрович Лавриненко

E-mail: lavrik3x@mail.ru, ORCID: 0000-0001-5570-8258

НИФИ Минфина России, г. Москва, Российская Федерация;

ИНП РАН, г. Москва, Российская Федерация

Ашот Гамлетович Мирзоян

E-mail: kell56@yandex.ru, ORCID: 0009-0005-9275-0099

МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация

Анастасия Александровна Галич

E-mail: nastyagalich02@mail.ru, ORCID: 0009-0001-1773-6378

МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Статья посвящена анализу влияния качества корпоративного управления на величину дивидендных выплат. Целью исследования является оценка связи между степенью соблюдения рекомендаций Банка России по корпоративному управлению и дивидендными выплатами компаний на российском фондовом рынке. Новизна данной работы заключается в использовании индекса, позволяющего оценить качество корпоративного управления в российских компаниях на основе степени соблюдения требований семи разделов Кодекса корпоративного управления Банка России. В ходе анализа выборки из 28 публичных компаний российского фондового рынка за период с 2010 по 2022 г. при помощи регрессионных моделей с фиксированными эффектами была обнаружена положительная связь между степенью соблюдения рекомендаций Банка России и дивидендными выплатами. Это согласуется с моделью результата: чем качественнее корпоративное управление, тем выше уровень дивидендных выплат.

Ключевые слова: корпоративное управление, кодекс корпоративного управления, дивидендные выплаты, дивидендная доходность, компания, модель результата

JEL: G34, G35

Для цитирования: Щукина П. О., Лавриненко П. А., Мирзоян А. Г., Галич А. А. Связь качества корпоративного управления и дивидендных выплат компаний российского фондового рынка: подход на основе индекса качества // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 2. С. 122–136. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-2-122-136>.

© Щукина П. О., Лавриненко П. А., Мирзоян А. Г., Галич А. А., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-2-122-136>

The Relationship between Corporate Governance Quality and Dividend Payments of Russian Stock Market Companies: A Quality Index Approach

Polina O. Shchukina¹, Petr A. Lavrinenko^{2,5}, Ashot G. Mirzoyan³, Anastasia A. Galich⁴

^{1,3,4} Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation

² Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation

⁵ Institute of Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russian Federation

¹ polina.schuckina@yandex.ru, <https://orcid.org/0009-0007-8314-1165>

^{2,5} lavr3k@mail.ru, <https://orcid.org/0000-0001-5570-8258>

³ kell56@yandex.ru, <https://orcid.org/0009-0005-9275-0099>

⁴ nastyagalich02@mail.ru, <https://orcid.org/0009-0001-1773-6378>

Abstract

The article analyzes the relationship between the quality of corporate governance and the size of dividend payments. The purpose is to assess the relationship between the degree of compliance with the recommendations of the Bank of Russia on corporate governance and the size of dividend payments of companies on the Russian stock market. The novelty of this work lies in the use of an index that allows to assess the quality of corporate governance in Russian companies based on the degree of compliance with the requirements of seven sections of the Bank of Russia Corporate Governance Code. When analyzing a sample of 28 public companies on the Russian stock market for the period from 2010 to 2022 using fixed-effects regression models, a positive relationship between the degree of compliance with the recommendations of the Bank of Russia and dividend payments was found. This is consistent with the outcome model: the higher the quality of corporate governance, the higher the level of dividend payments.

Keywords: corporate governance, corporate governance code, dividend payments, dividend yield, company, result model

JEL: G34, G35

For citation: Shchukina P.O., Lavrinenko P.A., Mirzoyan A.G., Galich A.A. (2025). The Relationship between Corporate Governance Quality and Dividend Payments of Russian Stock Market Companies: A Quality Index Approach. *Financial Journal*, 17 (2), 122–136 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-2-122-136>.

© Shchukina P.O., Lavrinenko P.A., Mirzoyan A.G., Galich A.A., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Регуляторы стремятся применять различные меры для улучшения качества корпоративного управления в России. Примером может служить Кодекс корпоративного управления (ККУ), который был разработан Банком России для повышения эффективности российских компаний и защиты прав и интересов акционеров. Действующая редакция ККУ появилась в России в 2014 г., а в середине 2023 г. Банк России анонсировал возможное обновление кодекса¹. ККУ носит рекомендательный характер и не имеет обязательной юридической силы. Тем не менее многие публичные компании в России добровольно следуют изложенным в нем рекомендациям.

¹ Банк России задумался об обновлении Кодекса корпоративного управления / Интерфакс . URL: <https://www.interfax.ru/business/911629>.

В контексте соблюдения норм ККУ особую роль играет совет директоров, который выступает в качестве наблюдательного органа компании и рекомендует собранию акционеров размер дивидендных выплат за отчетный период. Итоговые рекомендации совета директоров по размеру дивидендных выплат формируются с учетом финансовых показателей и обязательств, связанных с долговой нагрузкой компании, которые отражены в «Положении о дивидендной политике». Поскольку ККУ представляет собой набор лучших практик и рекомендаций, можно предположить, что следование данным рекомендациям способствует более надежной защите прав акционеров и повышению качества корпоративного управления.

В данном исследовании выдвигается гипотеза, основанная на модели результата, согласно которой компании с более высоким качеством корпоративного управления склонны выплачивать более высокие дивиденды. Для оценки этого качества строится индекс корпоративного управления, основанный на степени соблюдения рекомендаций, представленных в семи разделах ККУ Банка России.

На российском рынке дивидендная политика часто определяется интересами мажоритарных акционеров, а также влиянием государства как крупного акционера [Амбардншвили и др., 2017; Назарова, Емельянова, 2020]. В условиях высокой концентрации собственности и преобладания контролирующих акционеров актуальным является анализ влияния качества корпоративного управления на дивидендные выплаты российских компаний.

Цель данной работы — оценка связи между степенью соблюдения рекомендаций Банка России по корпоративному управлению и дивидендными выплатами компаний на российском фондовом рынке. В предыдущих исследованиях российских компаний анализировалась только одна составляющая корпоративного управления — совет директоров и влияние его характеристик на дивидендные выплаты, или использовались готовые индексы корпоративного управления, разработанные аналитическими агентствами [Larin et al., 2019]. В нашем исследовании впервые используется индекс корпоративного управления, построенный на основе степени соблюдения соответствующих рекомендаций Банка России и позволяющий оценить качество такого управления в российских компаниях за счет большего охвата его характеристик, которые являются наиболее значимыми в контексте российского фондового рынка. Для оценки связи между степенью следования нормам и принципам ККУ и дивидендной доходностью акций компаний используется множественная регрессия с фиксированными эффектами.

Работа состоит из четырех разделов. В первом разделе представлен обзор литературы. Во втором разделе приводится методика построения индекса и гипотеза исследования. Третий раздел содержит описание данных и спецификацию оцениваемого уравнения. В четвертом разделе представлены результаты построения моделей.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Согласно теории агентских издержек, между акционерами и менеджерами компании существует конфликт интересов [Jensen et al., 1986]. Менеджеры не всегда заинтересованы в выплате дивидендов, так как могут предпочесть направить средства на финансирование собственных привилегий или инвестировать в проекты, усиливающие их влияние в компании, даже если такие проекты не приносят выгод для акционеров. Эффективное корпоративное управление представляет собой совокупность механизмов, направленных на обеспечение принятия менеджерами компании решений, максимизирующих ее финансовые результаты в интересах акционеров [Denis et al., 2003]. Оно регулирует пределы дискреционных полномочий руководства через внутренние механизмы, такие как система вознаграждений топ-менеджмента, внутренний контроль и аудит, ответственность совета директоров и структура собственности [Jensen, 1993].

Дивидендные выплаты могут использоваться в качестве инструмента снижения агентских издержек, поскольку уменьшают объем свободных денежных средств, находящихся в распоряжении менеджеров. Это ограничивает возможности их неоптимального использования, способствуя повышению прозрачности и ответственности в управлении компанией [Jensen et al., 1986].

В научной литературе выделяются две модели связи корпоративного управления и дивидендов [La Porta et al., 2000]: модель результата (*outcome model*) и модель замещения (*substitute model*). Согласно модели результата, выплата дивидендов является результатом эффективного корпоративного управления. При эффективном управлении акционеры способны заставить компанию выплачивать больше дивидендов, поскольку они, с одной стороны, могут голосовать за директоров, предлагающих более высокий уровень дивидендных выплат, а с другой — могут обеспечить усиленный контроль за корпорацией, делая менее привлекательным для менеджеров сохранение избыточного денежного потока [Jiraporn et al., 2011]. Таким образом, чем больше прав и возможностей их реализовать имеют акционеры, тем больше дивидендов выплачивает им компания при прочих равных условиях [Adjaoud, Ven-Amar, 2010].

Модель замещения предполагает, что выплата дивидендов заменяет другие механизмы корпоративного управления [La Porta et al., 2000]. Высокий уровень дивидендных выплат рассматривается как способ сокращения денежного потока, которым менеджеры могли бы распоряжаться по своему усмотрению [Al-Hiyari et al., 2024]. Компании со слабым корпоративным управлением нуждаются в инструментах для привлечения капитала от инвесторов, одним из которых и являются дивидендные выплаты [Larin et al., 2019]. Выплата дивидендов способствует снижению конфликта интересов между менеджерами и акционерами, компенсируя недостатки корпоративного управления [John, Knyazeva, 2006]. Модель замещения, в отличие от модели результата, предполагает отрицательную связь между качеством корпоративного управления и дивидендными выплатами.

Эмпирические исследования демонстрируют неоднозначные результаты: в некоторых случаях обнаруживают подтверждения модели результата, а в других — модели замещения. Например, на рынке США при анализе влияния отдельных характеристик совета директоров на дивидендные выплаты были найдены подтверждения положений модели результата [Kaojia, Bhatia, 2022]. На рынке Кореи была выявлена положительная связь между качеством корпоративного управления и дивидендными выплатами, что также подтверждает модель результата [Flavin et al., 2021]. Исследования, проведенные на вьетнамских компаниях в период с 2008 по 2018 г. и на американских компаниях в период с 1996 по 2013 г., показали, что компании с более низким уровнем корпоративного управления склонны выплачивать более высокие дивиденды, что соответствует модели замещения [John et al., 2015; Nguyen et al., 2021]. Используя индекс корпоративного управления, построенный на основе данных Исследовательского центра ответственности инвесторов (IRRC), авторы [Jiraporn, Ning, 2006] обнаруживают отрицательную связь между качеством защиты прав акционеров и дивидендными выплатами американских публичных компаний.

Для оценки качества корпоративного управления в исследованиях применяются разные подходы. Некоторые авторы изучают отдельные характеристики совета директоров как ключевого механизма корпоративного управления [Elmagrhi et al., 2017]. Наиболее часто анализируются независимость состава совета директоров [Dissanayake, Dissabandara, 2021], гендерное разнообразие совета [Tahir et al., 2020], размер совета [Ntim et al., 2015] и наличие директоров с зарубежным опытом в его составе [Khan et al., 2024]. По мнению ряда ученых (см., напр., [Jensen et al., 1993]), характеристики совета директоров оказывают существенное влияние на финансовые результаты деятельности компании и способствуют увеличению ее стоимости.

Ограничение этого подхода заключается в том, что он фокусируется только на одной из составляющих корпоративного управления. Анализ отдельных характеристик не позволяет комплексно рассмотреть влияние корпоративного управления [Bhagat, Bolton, 2008]. При этом в ряде исследований наблюдается ситуация, когда одни характеристики совета директоров связаны с дивидендными выплатами в соответствии с моделью замещения, а другие — с моделью результата [Nazar, 2021; Назарова, Емельянова, 2020].

РАСЧЕТ ИНДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Под индексом корпоративного управления понимают показатель, характеризующий уровень корпоративного управления в компании или стране. Использование индексов позволяет проводить комплексный анализ корпоративного управления, оценивая его качество с учетом большого числа отдельных аспектов [Zhou et al., 2021].

Преыдушие исследования, проведенные на российском рынке, в основном фокусировались на анализе влияния отдельных характеристик совета директоров на дивидендные выплаты компаний [Belous, 2023; Berezinets et al., 2023; Назарова, Емельянова, 2020; Sharovalova, 2023; Амбардншвили и др., 2017]. При этом большинство обнаруженных зависимостей подтверждало положения модели результата на российском рынке. Ларин и соавторы [Ларин и др., 2020] провели одно из немногих исследований, изучающих влияние индекса корпоративного управления на дивидендные выплаты российских компаний, используя индекс, рассчитываемый аналитическим агентством Institutional Shareholder Services (ISS). Авторами не было обнаружено значимой связи индекса ISS с дивидендными выплатами российских компаний, но выявлена значимая положительная связь отдельных характеристик совета директоров (независимость состава совета, его размер и доля акций, принадлежащая менеджменту компании) с дивидендными выплатами. В исследовании [Anilov, Ivashkovskaya, 2020] на выборке американских компаний строился композитный индекс корпоративного управления (CGQI), содержащий пять характеристик: гендерное разнообразие в совете директоров, доля независимых директоров в совете, совмещение должностей CEO и генерального директора, частота проведения заседаний и размер совета.

В качестве показателя уровня корпоративного управления можно рассмотреть Национальный индекс корпоративного управления, который рассчитывается на основе оценки 100 крупнейших российских компаний по более чем 170 качественным и количественным параметрам, отражающим их соответствие положениям Кодекса корпоративного управления, принципам ОЭСР, правилам листинга Московской биржи и стандартам ESG². Эксперты анализируют открытую информацию, формируя рейтинг топ-100 компаний, после чего Московская биржа на его основе строит биржевой индекс для топ-20 компаний с учетом доли акций в свободном обращении (*free-float*), обновляя его ежеквартально. Однако этот индекс рассчитывается для страны в целом и охватывает только крупнейшие компании, что не позволяет оценивать корпоративное управление на уровне отдельных компаний.

В данной работе впервые исследуется связь между степенью соблюдения российскими компаниями рекомендаций по корпоративному управлению, изложенных в Кодексе корпоративного управления Банка России, и дивидендными выплатами. Похожий подход использовался в исследовании [Shamsabadi et al., 2021], где индекс корпоративного управления был построен на основе рекомендаций Принципов надлежащего корпоративного управления и передовой практики Австралийской фондовой биржи (ASX), охватывающих такие аспекты, как структура совета директоров, аудит, комитеты по назначениям и вознаграждениям.

² Национальный индекс корпоративного управления: топ-20. URL: <http://cgindex.ru/>.

Кодекс корпоративного управления, разработанный Банком России, представляет собой набор рекомендаций, направленных на улучшение качества корпоративного управления, повышение эффективности управления компанией и обеспечение ее долгосрочно-устойчивого развития³. Компании в своих годовых отчетах раскрывают информацию о соблюдении рекомендаций по семи основным разделам, каждый из которых включает в себя 28 детализированных пунктов. Эти разделы охватывают аспекты, связанные с правами акционеров, характеристиками совета директоров, деятельностью корпоративного секретаря, вознаграждением, системой управления рисками, прозрачностью деятельности и существенными корпоративными действиями.

Каждому пункту Кодекса корпоративного управления компания присваивает одно из трех значений: «Соблюдается», «Частично соблюдается» и «Не соблюдается». Для определения степени следования компанией рекомендациям ККУ нами был введен индекс корпоративного управления (индекс КУ), который рассчитывается как взвешенная сумма долей пунктов, которые «соблюдаются» ($w_1 = 1$), «частично соблюдаются» ($w_2 = 0$) и «не соблюдаются» ($w_3 = -1$), деленная на общее количество раскрытых пунктов.

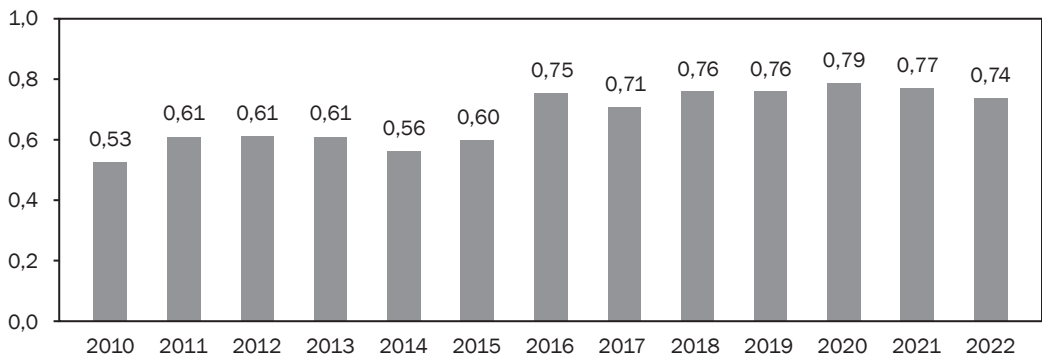
$$\text{Index}_{it} = \frac{1}{P_{1it} + P_{2it} + P_{3it}} (w_1 P_{1it} + w_2 P_{2it} + w_3 P_{3it}), \quad (1)$$

где P_{1it} — количество пунктов, которые «соблюдаются»; P_{2it} — количество пунктов, которые «частично соблюдаются»; P_{3it} — количество пунктов, которые «не соблюдаются». $P_{1it} + P_{2it} + P_{3it}$ — совокупное количество раскрываемых пунктов. Индекс i указывает на номер компании, индекс t указывает на год.

Динамика средних значений индекса КУ по годам приведена на рис. 1. Начиная с 2016 г. наблюдается увеличение среднего значения индекса до 0,75 единицы.

Рисунок 1

Динамика индекса корпоративного управления



Источник: расчеты авторов на основе данных годовых отчетов компаний.

Корпоративное управление в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, как правило, является более слабым, чем в развитых странах, и компаниям необходимо подтверждать свою приверженность защите интересов внешних инвесторов и заинтересованных сторон. Поэтому для развивающихся рынков характерна положительная связь между качеством корпоративного управления и дивидендными выплатами [Flavin et al., 2021]. Большинство проведенных исследований на российском рынке также

³ Кодекс корпоративного управления / КонсультантПлюс. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156189/04d5801acecf9f9bdd5cfa90d70efffe9f3088e3b/.

свидетельствует в пользу модели результата [Belous, 2023; Larin et al., 2019; Назарова, Емельянова, 2020; Амбарднишвили и др., 2017], поэтому гипотеза данного исследования выдвигается исходя из следствий модели результата.

Гипотеза. Следование рекомендациям Банка России, выраженное в индексе корпоративного управления, положительно связано с дивидендными выплатами российских компаний.

Мы предполагаем, что компании, соблюдающие рекомендации Банка России, демонстрируют более высокое качество корпоративного управления, обеспечивающее защиту прав и интересов акционеров. Согласно положениям модели результата, это способствует тому, что миноритарные акционеры активнее используют свои права, предъявляя требования к компании по выплате дивидендов, что предотвращает использование денежного потока только в интересах менеджеров и контролирующих акционеров [Jiraporn, Ning, 2006; Kowalewski et al., 2007].

Однако в условиях российского рынка корпоративное управление характеризуется доминированием контролирующих собственников, поэтому влияние механизма защиты миноритарных акционеров может быть ограниченным. В отличие от рынков с развитой правовой системой защиты акционеров, в России требование миноритарных акционеров к компаниям по выплате дивидендов встречается реже, а дивидендная политика зачастую определяется балансом интересов мажоритарных и крупных неконтролирующих акционеров (Multiple Large Shareholders, MLS) [Амбарднишвили и др., 2017; Назарова, Емельянова, 2020]. Исследования показывают, что наличие крупных акционеров может оказывать влияние на корпоративное управление и дивидендные выплаты, формируя альтернативные механизмы контроля за распределением прибыли [Jiang et al., 2019]. В контексте российских компаний особую роль играет государство как крупный акционер, оказывающий значительное влияние на дивидендную политику российских компаний.

ДАННЫЕ И МЕТОДИКА ИССЛЕДОВАНИЯ

В рамках исследования используются данные 28 публичных компаний российского фондового рынка за период с 2010 по 2022 г. Начало указанного временного промежутка связано с восстановлением после мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., а конец периода (2022 г.) выбран в связи с доступностью последних годовых отчетов компаний. Для построения индекса КУ из годовых отчетов были собраны данные о степени соблюдения ККУ от Банка России. При формировании выборки были применены следующие ограничения:

- компании должны входить в индекс Мосбиржи (IMOEX) более четырех раз за рассматриваемый период;
- из выборки были исключены компании, ни разу не выплатившие дивиденды за рассматриваемый период;
- компании из финансового сектора были исключены из выборки из-за специфики представления бухгалтерской отчетности.

Итоговое количество наблюдений в выборке — 238. По некоторым компаниям может быть различное число наблюдений (несбалансированные панельные данные), что обусловлено различиями в годе выхода на IPO. Источником данных служат годовые отчеты компаний, приложения к ним и финансовая отчетность (по МСФО).

В качестве контрольных переменных используются финансовые показатели компании. Долговая нагрузка отрицательно влияет на размер дивидендных выплат, поскольку процентные выплаты по долгу уменьшают чистую прибыль компании, что ограничивает возможность выплачивать дивиденды [Esqueda, 2016]. Компании с более высоким соотношением нераспределенной прибыли и собственного капитала выплачивают более высокие дивиденды, чем компании с низким соотношением [Ben-Nasr, 2015; Chang et al., 2018]. Высокая рентабельность активов позволяет компаниям генерировать

значительную чистую прибыль, что способствует выплате дивидендов [Chang et al., 2018; Puzakov et al., 2024]. Более высокий уровень капитальных затрат, как правило, свидетельствует о том, что компания активно инвестирует в развитие бизнеса. Это может ограничивать объем свободного денежного потока, доступного для выплаты дивидендов [Borah et al., 2020; Shapovalova, 2023]. Размер компании, рассчитываемый как логарифм совокупных активов, положительно связан с дивидендными выплатами [Elmagrhi et al., 2017]. Компании большего размера, как правило, обладают более устойчивым финансовым положением и доступом к ресурсам, что позволяет им поддерживать стабильные дивидендные выплаты [Esqueda, 2016]. Также в качестве контрольной мы добавляем переменную, отражающую долю государственного участия в капитале компании. В соответствии с требованиями Министрства финансов РФ компании с государственным участием обязаны выплачивать дивиденды в размере не менее 50% от прибыли, рассчитанной на основе Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО).

В качестве интересующей нас переменной выступает индекс КУ, рассчитанный по формуле (1). Для проверки устойчивости результатов мы также строим модели, где в качестве переменной используется показатель, отражающий долю пунктов ККУ, полностью соблюдаемых компанией. Зависимая переменная — дивидендная доходность, рассчитываемая как отношение дивиденда на одну акцию к средней цене акции за год [Gill, Obradovich, 2013; Kowalewski et al., 2007]. При расчете переменной использовались все дивиденды, выплаченные компаниями за отчетный период. Цена акций определялась как среднегодовая цена за соответствующий финансовый год. Для проверки устойчивости результатов была построена модель, где зависимой переменной выступает отношение дивидендов к чистой прибыли [Adjaoud, Ben-Amar, 2010; Назарова, Емельянова, 2020].

Описательные статистики используемых переменных приведены в таблице Приложения. Для проверки выдвинутой гипотезы была применена модель множественной регрессии с фиксированными эффектами для компаний и года [Bernile et al., 2018].

Некоторые компании выплачивали дивиденды из накопленной прибыли: это приводило к тому, что отношение дивидендов к чистой прибыли текущего периода могло превышать единицу или принимать отрицательные значения (если в текущем периоде у компании наблюдался убыток). При построении моделей из выборки были удалены шесть наблюдений для компаний, у которых отношение дивидендов к чистой прибыли было больше двух или меньше нуля. По другим переменным значений, существенно отклоняющихся от среднего по выборке или принимающих аномальные значения, не обнаружено.

На рис. 2 представлена динамика дивидендной доходности акций в период с 2010 по 2022 г. Начиная с 2014 г. наблюдается рост дивидендной доходности — с 7 до 9% годовых.

Рисунок 2



Источник: расчеты авторов на основе данных годовых отчетов компаний.

Для проверки выдвинутой гипотезы мы строим модели с фиксированными эффектами для компании и года.

$$DY_{it} = \beta_1 + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 RE_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 \ln(Assets_{it}) + \beta_6 Debt_{it} + \beta_7 G_{it} + \beta_8 Index_{it} + \sum_{k=1}^{K-1} \alpha_k d_{ki} + \sum_{t=1}^{T-1} \gamma_t Time_t + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

где DY_{it} — дивидендная доходность акций; ROA_{it} — рентабельность активов; RE_{it} — отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу; $CAPEX_{it}$ — отношение капитальных затрат к выручке; $Assets_{it}$ — общая величина активов; $Debt_{it}$ — отношение долга к величине активов; G_{it} — доля государственного участия; $Index_{it}$ — индекс КУ; d_{ki} — бинарные переменные компаний; $Time_t$ — бинарные переменные лет; ε_{it} — случайная ошибка. Индекс i указывает на номер компании, индекс t указывает на год, K — общее количество компаний, T — общее количество лет. $\beta_s, \alpha_k, \gamma_t$ — коэффициенты.

Для проверки устойчивости построены модели, где в качестве зависимой переменной выступает отношение дивидендов к чистой прибыли. Вместо индекса КУ в некоторых моделях мы также используем долю полностью соблюдаемых пунктов ККУ.

РЕЗУЛЬТАТЫ ПОСТРОЕНИЯ МОДЕЛЕЙ

Для проверки гипотез нами были построены эконометрические модели с фиксированными эффектами для компании и года. Во всех моделях тест Хаусмана показал, что необходимо использовать фиксированные эффекты (p -value < 0.01). Значения VIF-коэффициентов оказались меньше двух (для всех переменных), что указывает на отсутствие мультиколлинеарности. При построении всех моделей мы использовали робастные стандартные ошибки. Моделирование продемонстрировало значимую положительную связь между степенью соблюдения рекомендаций Банка России (индекс КУ) и дивидендной доходностью российских компаний (табл. 1). Выводы устойчивы по отношению к выбору зависимой переменной и интересующей нас переменной. Расчеты подтверждают нашу гипотезу, что согласуется с моделью результата: чем эффективнее корпоративное управление, тем выше уровень дивидендных выплат [Adjaoud, Ben-Amar, 2010; La Porta et al., 2000; Mitton, 2004].

Наши выводы согласуются также с ранее проведенными на российском рынке исследованиями. В большинстве работ, посвященных анализу российских компаний, были сделаны выводы, подтверждающие положения модели результата, согласно которой компании с более высоким уровнем корпоративного управления выплачивают более высокие дивиденды [Belous, 2023; Berezinets et al., 2023; Назарова, Емельянова, 2020; Sharovalova, 2023; Амбардншвили и др., 2017].

Большинство полученных значимых связей между контрольными переменными и дивидендной доходностью соотносятся с результатами предшествующих исследований [Ben-Nasr, 2015; Vorah et al., 2020; Borges Forti et al., 2015]. При этом коэффициенты перед контрольными переменными, такими как доля капитальных затрат в выручке, логарифм активов и долговая нагрузка, оказались статистически незначимыми. Таким образом, мы не обнаруживаем зависимости дивидендных выплат от размера компании или структуры ее капитала. Заметим, что с увеличением доли государственного участия сокращается как дивидендная доходность акций, так и отношение дивидендов к чистой прибыли компаний.

Таким образом, качество корпоративного управления, выраженное в степени соблюдения Кодекса корпоративного управления, положительно связано с дивидендными выплатами российских компаний, что соответствует модели результата.

Таблица 1

Результаты построения моделей с индексом КУ

	(1)	(2)	(3)	(4)
Индекс корпоративного управления	0.046*** (0.014)		0.218** (0.102)	
Доля соблюдаемых пунктов ККУ		0.060*** (0.021)		0.303* (0.157)
Доля государственного участия	-0.032** (0.013)	-0.033** (0.013)	-0.387*** (0.096)	-0.393*** (0.096)
Рентабельность активов	0.154*** (0.037)	0.155*** (0.038)	0.868*** (0.272)	0.868*** (0.273)
Нераспределенная прибыль / Собственный капитал	0.013** (0.005)	0.012** (0.005)	0.126*** (0.036)	0.124*** (0.037)
Капитальные затраты / Выручка	-0.066 (0.042)	-0.069 (0.042)	0.214 (0.301)	0.200 (0.302)
Логарифм активов	-0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.013 (0.024)	0.015 (0.024)
Долг/Активы	0.005 (0.014)	0.004 (0.014)	0.165* (0.099)	0.162 (0.099)
Количество наблюдений	238	238	232	232
R ²	0.204	0.193	0.230	0.227
Скорректированный R ²	0.135	0.122	0.161	0.158
F-статистика	8.00***	7.44***	9.04***	8.89***

Примечание: в таблице приведены оценки коэффициентов моделей с фиксированными эффектами для компании и года. В моделях (1) и (2) в качестве зависимой переменной используется дивидендная доходность акций, а в моделях (3) и (4) — отношение дивидендов к чистой прибыли. Используются робастные стандартные ошибки. *, ** и *** означают 10-, 5- и 1%-й уровни значимости соответственно.

Источник: расчеты авторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной работе рассматривается связь между степенью соблюдения рекомендаций Кодекса корпоративного управления от Банка России и размером дивидендных выплат 28 компаний российского фондового рынка за период с 2010 по 2022 г. Предложен подход к построению индекса КУ на основе анализа данных о степени соблюдения российскими компаниями норм Кодекса корпоративного управления Банка России. Это позволило подтвердить положительную связь между качеством корпоративного управления и дивидендной доходностью акций, что соответствует положениям модели результата.

Ограничением данного исследования является то, что критерием качества корпоративного управления выступает собственная оценка компаний соответствия их поведения Кодексу корпоративного управления. Компании могут завышать уровень своего соответствия рекомендациям. Кроме того, при расчете индекса КУ все семь разделов кодекса учитывались с равным весом, хотя их влияние на дивидендные выплаты может различаться.

Во второй части работы, которая будет представлена в одном из следующих номеров «Финансового журнала», планируется выявить и проанализировать подходы, которые позволяют преодолеть эти ограничения.

Список источников

1. Амбардншвили Т. Г., Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Смирнов М. В. Совет директоров и дивидендная политика в российских компаниях с прямым государственным участием // *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы*. 2017. Т. 11. № 1. С. 50–77. <https://doi.org/10.17323/JJCFR.2073-0438.11.1.2017.50-77>
2. Ларин А., Новак А., Хвостова И. Влияние корпоративного управления на дивидендные выплаты на разных стадиях жизненного цикла корпорации // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. 2020. Т. 35. № 4. С. 569–587. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.404>
3. Назарова В. В., Емельянова Е. О. Дивидендная политика российских компаний с участием государства: оценка влияния совета директоров // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2020. Т. 19. № 1. С. 97–125. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2020.104>
4. Пузаков А., Мирзоян А., Галич А. (2024). Дивидендные выплаты российских компаний: сигнал рынку или следствие агентских конфликтов? // *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы*. Т. 18. № 1. С. 62–74. <https://doi.org/10.17323/JJCFR.2073-0438.18.1.2024.62-74>
5. Adjaoud F., Ben-Amar W. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2010. Vol. 37. No. 5–6. P. 648–667. <https://doi.org/10.1111/J.1468-5957.2010.02192.X>
6. Al-Hiyari A. et al. Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: Does corporate governance quality matter? // *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*. 2024. Vol. 10. No. 1. P. 100188. <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100188>
7. Anilov A. E., Ivashkovskaya I. V. Do boards of directors affect CEO behavior? Evidence from payout decisions // *Journal of Management and Governance*. 2020. Vol. 24. No. 4. P. 989–1017. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09491-z>
8. Belous M. Dividend Policy of Russian Companies: Cancel Culture Effect // *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы*. 2023. Vol. 17. No. 4. P. 114–131. <https://doi.org/10.17323/jj.cfr.2073-0438.17.4.2023.114-131>
9. Ben-Nasr H. Government Ownership and Dividend Policy: Evidence from Newly Privatised Firms *Journal of Business Finance and Accounting*. 2015. Vol. 42. Iss. 5–6. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12115>
10. Berezinets I. V. et al. Do board characteristics matter for the dividend policy of state-owned companies Evidence from Russia // *International Journal of Business Governance and Ethics*. 2023. Vol. 17. No. 2. P. 196–222. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2023.129429>
11. Bernile G., Bhagwat V., Yonker S. Board diversity, firm risk, and corporate policies // *Journal of Financial Economics*. 2018. Vol. 127. Iss. 3. P. 588–612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
12. Bhagat S., Bolton B. Corporate governance and firm performance // *Journal of Corporate Finance*. 2008. Vol. 14. Iss. 3. P. 257–273. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2008.03.006>
13. Borah N., James H. L., Park J. C. Does CEO inside debt compensation benefit both shareholders and debtholders? // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2020. Vol. 54. P. 159–203. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-00786-0>
14. Borges Forti C. A., Peixoto F. M., Lima e Alves D. Determinant factors of dividend payments in Brazil // *Revista Contabilidade e Financas*. 2015. Vol. 26. No. 68. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
15. Chang B. et al. Corporate governance and dividend payout policy: beyond country-level governance // *Journal of Financial Research*. 2018. Vol. 41. Iss. 4. <https://doi.org/10.1111/jfir.12159>
16. Denis D. K., McConnell J. J. International Corporate Governance // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2003. Vol. 38. No. 1. P. 1–36. <http://dx.doi.org/10.2307/4126762>
17. Dissanayake K. T., Dissabandara H. The impact of board of directors' characteristics on dividend policy: Evidence from a developing country // *Corporate Governance and Sustainability Review*. 2021. Vol. 5. Iss. 2. P. 44–56. <https://doi.org/10.22495/cgsrv5i2p4>
18. Elmagrhi M. H., Ntim C. G., Crossley R. M., Malagila J. K., Fosu S., Vu T. V. Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics // *International Journal of Accounting and Information Management*. 2017. Vol. 25. No. 4. P. 459–483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020/FULL/XML>
19. Esqueda O. A. Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy // *Quarterly Review of Economics and Finance*. 2016. Vol. 59. P. 186–199. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.06.005>
20. Flavin T., Goyal A., O'Connor T. Corporate governance, life cycle, and payout precommitment: An emerging market study // *Journal of Financial Research*. 2021. Vol. 44. Iss. 1. P. 179–209. <https://doi.org/10.1111/JFIR.12238>
21. Gill A., Obradovich J. D. Corporate governance, institutional ownership, and potential growth of US firms // *International Journal of Business and Globalisation*. 2013. Vol. 10. No. 3. P. 278–292. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2013.052988>
22. Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76. No. 2. P. 323–329. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>

23. Jensen M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // *The Journal of Finance*. 1993. Vol. 48. Iss. 3. P. 831–880. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1993.TB04022.X>
24. Jiang F. et al. Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019. Vol. 57. Art. 101201. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2019.101201>
25. Jiraporn P., Kim J. C., Kim Y. S. Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation // *Financial Review*. 2011. Vol. 46. Iss. 2. P. 251–279. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6288.2011.00299.X>
26. Jiraporn P., Ning Y. Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance / *Social Science Research Network*, 2006. <https://doi.org/10.2139/SSRN.931290>
27. John K., Knyazeva A. Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance // *LSN: Law & Finance: Empirical (Topic)*. 2006. <https://doi.org/10.2139/SSRN.841064>
28. John K., Knyazeva A., Knyazeva D. Governance and Payout Precommitment // *Journal of Corporate Finance*. 2015. Vol. 33. P. 101–117. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2015.05.004>
29. Kanojia S., Bhatia B. S. Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies // *Journal of Management and Governance*. 2022. Vol. 26. P. 1339–1373. <https://doi.org/10.1007/S10997-021-09587-5/TABLES/7>
30. Khan A., Yilmaz M. K., Aksoy M. Does board demographic diversity affect the dividend payout policy in Turkey? // *EuroMed Journal of Business*. 2024. Vol. 19. No. 2. P. 276–297. <https://doi.org/10.1108/EMJB-01-2022-0019>
31. Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland // *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*. 2007. No. 07-09. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.986111>
32. La Porta R. et al. Agency Problems and Dividend Policies around the World // *The Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. Iss. 1. P. 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
33. Larin A., Novak A., Khvostova I. Relationship Between Corporate Governance and Dividends: Outcome vs. Substitute Model // *SSRN Electronic Journal*. 2019. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3497579>
34. Mitton T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets // *Emerging Markets Review*. 2004. Vol. 5. Iss. 4. P. 409–426. <https://doi.org/10.1016/J.EMEMAR.2004.05.003>
35. Nazar M. C. A. The Influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms: Evidence from Sri Lanka // *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2021. Vol. 8. Iss. 2. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0289>
36. Nguyen H. V., Dang H. N., Dau H. H. Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam // *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2021. Vol. 8. Iss. 2. P. 893–902. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0893>
37. Ntim C. G., Opong K. K., Danbolt J. Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach // *International Review of Applied Economics*. 2015. Vol. 29. Iss. 2. P. 194–220. <https://doi.org/10.1080/02692171.2014.983048>
38. Shamsabadi H. A. et al. Corporate Governance and Dividend Reinvestment Plans: Insights from Imputation Tax in Australia // *Finance Research Letters*. 2021. Vol. 41. Art. 101810. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101810>
39. Shapovalova S. Determinants of Dividend Payments of Russian Companies // *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы*. 2023. Vol. 17. No. 1. P. 54–63. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.17.1.2023.54-63>
40. Tahir H., Rahman M., Masri R. Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia // *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2020. Vol. 7. No. 3. P. 87–99. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO3.87>
41. Zhou M., Li K., Chen Z. Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China // *International Review of Financial Analysis*. 2021. Vol. 73. Art. 101652. <https://doi.org/10.1016/J.IRFA.2020.101652>

References

1. Ambardnishvili T.G., Berezinets I.V., Ilina Y.B., Smirnov M.V. (2017). Board of Directors and Dividend Policy in Russian Companies with Direct State Ownership. *Journal of Corporate Finance Research*, 11 (1), 50–77 (in Russ.). <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.11.1.2017.50-77>
2. Larin A.V., Novak A.E., Khvostova I.E. (2020). Impact of corporate governance on dividend payments at different stages of the corporate life cycle. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*. 35 (4), 569–587 (in Russ.). <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.404>
3. Nazarova V.V., Emelyanova E.O. (2020). Dividend policy of Russian companies with state participation: Influence of the board of directors. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, 19 (1), 97–125 (in Russ.). <https://doi.org/10.21638/11701/SPBU08.2020.104>

4. Puzakov A., Mirzoyan A., Galich A. (2024). Dividend Payments by Russian Companies: A Signal to the Market or a Consequence of Agency Conflicts? *Journal of Corporate Finance Research*, 18 (1), 62–74. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.18.1.2024.62-74>
5. Adjaoud F., Ben-Amar W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (5–6), 648–667. <https://doi.org/10.1111/J.1468-5957.2010.02192.X>
6. Al-Hiyari A. et al. (2024). Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: Does corporate governance quality matter? *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10 (1), 100188. <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100188>
7. Anilov A.E., Ivashkovskaya I.V. (2020). Do boards of directors affect CEO behavior? Evidence from payout decisions. *Journal of Management and Governance*, 24 (4), 989–1017. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09491-z>
8. Belous M. (2023). Dividend Policy of Russian Companies: Cancel Culture Effect. *Journal of Corporate Finance Research*, 17 (4), 114–131. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.114-131>
9. Ben-Nasr H. (2015). Government Ownership and Dividend Policy: Evidence from Newly Privatised Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42 (5–6). <https://doi.org/10.1111/jbfa.12115>
10. Berezinets I.V., Ilina Y.B., Smirnov M.V., Ambardnshvili T.G. (2023). Do board characteristics matter for the dividend policy of state-owned companies Evidence from Russia. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 17 (2), 196–222. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2023.129429>
11. Bernile G., Bhagwat V., Yonker S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127 (3), 588–612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
12. Bhagat S., Bolton B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2008.03.006>
13. Borah N., James H.L., Park J.C. (2020). Does CEO inside debt compensation benefit both shareholders and debtholders? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54 (1). <https://doi.org/10.1007/s11156-018-00786-0>
14. Borges Forti C.A., Peixoto F.M., Lima e Alves D. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26 (68). <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
15. Chang B. et al. (2018). Corporate governance and dividend payout policy: beyond country-level governance. *Journal of Financial Research*, 41 (4). <https://doi.org/10.1111/jfir.12159>
16. Denis D.K., McConnell J.J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 1–36. <http://dx.doi.org/10.2307/4126762>
17. Dissanayake K.T., Dissabandara H. (2021). The impact of board of directors' characteristics on dividend policy: Evidence from a developing country. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 5 (2), 44. <https://doi.org/10.22495/cgsrv5i2p4>
18. Elmagrhi M.H. et al. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25 (4), 459–483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020/FULL/XML>
19. Esqueda O.A. (2016). Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 186–199. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.06.005>
20. Flavin T., Goyal A., O'Connor T. (2021). Corporate governance, life cycle, and payout precommitment: An emerging market study. *Journal of Financial Research*, 44 (1), 179–209. <https://doi.org/10.1111/JFIR.12238>
21. Gill A., Obradovich J. (2013). Corporate Governance, Institutional Ownership, and the Decision to Pay the Amount of Dividends: Evidence from USA. *International Journal of Business and Globalisation*, 10 (3), 278–292. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2013.052988>
22. Jensen M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323–329. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
23. Jensen M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48 (3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1993.TB04022.X>
24. Jiang F. et al. (2019). Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101201. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2019.101201>
25. Jiraporn P., Kim J.C., Kim Y.S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*, 46 (2), 251–279. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6288.2011.00299.X>
26. Jiraporn P., Ning Y. (2006). Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.931290>
27. John K., Knyazeva A. (2006). Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance. LSN: Law & Finance: Empirical (Topic). <https://doi.org/10.2139/SSRN.841064>
28. John K., Knyazeva A., Knyazeva D. (2015). Governance and Payout Precommitment. *Journal of Corporate Finance*, 33, 101–117. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2015.05.004>
29. Kanojia S., Bhatia B.S. (2022). Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies. *Journal of Management and Governance*, 26 (4), 1339–1373. <https://doi.org/10.1007/S10997-021-09587-5/TABLES/7>

30. Khan A., Yilmaz M.K., Aksoy M. (2024). Does board demographic diversity affect the dividend payout policy in Turkey? *EuroMed Journal of Business*, 19 (2), 276–297. <https://doi.org/10.1108/EMJB-01-2022-0019>
31. Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2007). Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. Wharton Financial Institutions Center Working Paper 07-09. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.986111>
32. La Porta R. et al. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55 (1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
33. Larin A., Novak A., Khvostova I. (2019). Relationship Between Corporate Governance and Dividends: Outcome vs. Substitute Model. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3497579>
34. Mitton T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5 (4), 409–426. <https://doi.org/10.1016/J.EMEMAR.2004.05.003>
35. Nazar M.C.A. (2021). The Influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8 (2). <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0289>
36. Nguyen H.V., Dang H.N., Dau H.H. (2021). Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8 (2), 893–902. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0893>
37. Ntim C.G., Opong K.K., Danbolt J. (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*, 29 (2), 194–220. <https://doi.org/10.1080/02692171.2014.983048>
38. Shamsabadi H.A. et al. (2021). Corporate Governance and Dividend Reinvestment Plans: Insights from Imputation Tax in Australia. *Finance Research Letters*, 41, 101810. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101810>
39. Shapovalova S. (2023). Determinants of Dividend Payments of Russian Companies. *Journal of Corporate Finance Research*, 17 (1), 54–63. <https://doi.org/10.17323/J.CFR.2073-0438.17.1.2023.54-63>
40. Tahir H., Rahman M., Masri R. (2020). Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7 (3), 87–99. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO3.87>
41. Zhou M., Li K., Chen Z. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101652. <https://doi.org/10.1016/J.IRFA.2020.101652>

Описательные статистики переменных, используемых в моделях

Переменная	Среднее	Станд. откл.	Мин.	Макс.
Рентабельность активов	0.09	0.09	-0.17	0.43
Нераспределенная прибыль / Собственный капитал	0.64	0.61	-3.44	2.89
Капитальные затраты / Выручка	0.12	0.07	0.01	0.31
Логарифм активов	13.16	1.02	10.97	16.55
Долг/Активы	0.54	0.22	0.01	1.12
Дивидендная доходность	0.06	0.05	0	0.24
Доля государственного участия	0.15	0.24	0	0.8
Отношение дивидендов к чистой прибыли	0.48	0.36	0	1.74
Индекс корпоративного управления	0.68	0.23	-0.21	1

Источник: расчеты авторов.

Информация об авторах

Полина Олеговна Щукина, сотрудник кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва

Петр Александрович Лавриненко, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник НИФИ Минфина России, г. Москва; старший научный сотрудник ИНП РАН, г. Москва

Ашот Гамлетович Мирзоян, старший преподаватель кафедры экономики инноваций Экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва

Анастасия Александровна Галич, сотрудник кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова, г. Москва

Information about the authors

Polina O. Shchukina, Associate, Department of Finance and Credit, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow

Petr A. Lavrinenko, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Financial Research Institute, Moscow; Senior Researcher, Institute of Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences, Moscow

Ashot G. Mirzoyan, Senior Lecturer, Department of Economics of Innovations, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow

Anastasia A. Galich, Associate, Department of Finance and Credit, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow

Статья поступила в редакцию 24.01.2025
Одобрена после рецензирования 21.03.2025
Принята к публикации 04.04.2025

The article submitted January 24, 2025
Approved after reviewing March 21, 2025
Accepted for publication April 4, 2025