

А.А. Зальцман¹,

Лаборатория анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ (Москва, Россия)

ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО ПОЛОЖЕНИЯ КОМПАНИИ-ПОКУПАТЕЛЯ ПРИ СДЕЛКАХ M&A НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ КОМПАНИИ-ЦЕЛИ

В статье рассматривается дивидендная политика компаний, ставших объектом сделок по слиянию и поглощению, но оставшихся публичными. Регрессионный многофакторный анализ, проведенный по выборке из 1442 сделок, завершившихся в 1992–2012 гг., показывает, что на величину выплаченных дивидендов компанией-целью после сделки сильное влияние оказывает финансовое состояние компании-покупателя, особенно в странах с относительно слабой защищенностью прав миноритарных акционеров. Чем оно хуже, тем больше дивидендов будет выплачено. Полученные результаты говорят о том, что зачастую дивидендная политика публичных компаний может определяться текущими интересами мажоритарного акционера, а именно его потребностью в денежных средствах. Также получено подтверждение, что при прочих равных компании платят более высокие дивиденды в странах, где права инвесторов защищены лучше.

Ключевые слова: дивидендная политика, слияния и поглощения, международный рынок капитала, агентская теория.

A.A. Zaltsman,

Laboratory of Financial Markets Analysis NRU HSE (Moscow, Russia)

INFLUENCE OF FINANCIAL CONDITION OF THE ACQUIRING COMPANY ON DIVIDEND POLICY OF THE TARGET COMPANY AFTER M&A DEAL

The paper is devoted to dividend policy of companies that became a target of M&A deal but remained public. Multivariate regression analysis on the sample of 1442 deals completed in 1992–2012 reveals that dividend policy of target companies is significantly influenced by financial condition of acquirers, especially in countries with weaker protection of rights of minority shareholders. The worse is the condition, the higher are dividend payouts. The results demonstrate that dividend policy of public companies can frequently be determined by current interest of the majority shareholder, namely its demand for cash assets. Furthermore, additional evidence that with other things being equal companies pay

¹ Зальцман Александр Александрович, аспирант, магистр экономики, аналитик; тел.: +7 (910) 468-22-13; e-mail: azaltsman@yandex.ru

higher dividends in countries with better protection of rights of minority shareholders is obtained.

Key words: dividend policy, mergers and acquisitions (M&A), international capital market, agency theory.

1. Введение. В академической литературе внимание дивидендной политике стали уделять после работы М. Миллера и Ф. Модильяни [Miller, Modigliani, 1961], в которой было показано, что в условиях идеального рынка дивиденды не влияют на стоимость компании. Было выдвинуто несколько теорий, объясняющих, почему в реальности дивидендные выплаты имеют место. Среди них можно выделить агентскую теорию, согласно которой компании выплачивают дивиденды для снижения агентского конфликта между акционерами и наемным менеджментом. Впервые дивиденды с агентским конфликтом были увязаны в работе М. Розеффа [Rozeff, 1982], в которой показано, что акционеры требуют меньших выплат дивидендов с ростом доли инсайдеров в акционерном капитале компании. Ф. Истербрук [Easterbrook, 1984] предложил теоретическое объяснение, как дивиденды могут снижать агентский конфликт. При более высоких дивидендах компания будет вынуждена чаще пользоваться фондовым рынком для привлечения финансирования, что повлечет за собой дополнительный мониторинг со стороны инвестиционных банков и иных посредников. М. Дженсен [Jensen, 1986] также показал, что дивиденды могут уменьшать свободный денежный поток, доступный менеджерам, снижая таким образом их возможности неэффективно расходовать ресурсы компании.

Одним из направлений исследования дивидендной политики, тесно связанных с агентской теорией, в настоящее время является изучение влияния структуры собственности компании на дивиденды. А. Шлейфер и Р. Вишны [Shleifer, Vishny, 1986] с теоретической точки зрения показали, что наличие акционера с существенной долей в собственном капитале компании (зачастую таким акционером является другая корпорация) может быть выгодно для мелких собственников, так как именно этот акционер будет осуществлять затраты на контроль за менеджментом. В обмен на это миноритарные акционеры соглашаются на выплату более крупных дивидендов, которые невыгодны для индивидуальных инвесторов с налоговой точки зрения, но выгодны корпоративному собственнику (на рынке США). Однако эмпирические результаты проверки данной гипотезы противоречивы. Так, М. Барклай и др. [Barclay et al., 2009] не нашли на рынке США подтверждения тому, что покупка корпорациями относительно крупных (не менее 5%)

пакетов акций у индивидуальных инвесторов значимо влияет на дивидендную политику. Л. Манцинелли и А. Озкан [Mancinelli, Ozkan, 2006] обнаружили негативное влияние доли крупнейшего собственника на величину дивидендов компаний в Италии. Й. Гринштейн и Р. Микаэли [Grinstein, Michaely, 2005] сделали вывод, что, хотя компании в США с относительно крупными институциональными собственниками с большей вероятностью выплачивают дивиденды, размер этих дивидендов в среднем ниже. Х. Шорт и др. [Short et al., 2002], напротив, выявили положительную зависимость размера дивидендов, выплачиваемых компаниями в Великобритании, от доли институциональных инвесторов.

В ряде исследований [Faccio et al., 2001; Gugler, Yurtoglu, 2003] отмечается, что агентская проблема в большинстве стран имеет иную природу, чем в США и Великобритании. В США и Великобритании собственность преимущественно дисперсная, и основной агентский конфликт происходит между наемным менеджментом и мелкими собственниками, каждому из которых в отдельности невыгодно осуществлять мониторинг за деятельностью менеджеров. Во многих других странах, где структура собственности более концентрированная, менеджмент в достаточной степени подконтролен крупным акционерам, но возникает конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами. Мажоритарный акционер имеет возможность изымать часть благосостояния миноритариев, поскольку обладает контролем над денежными потоками компании. Одним из возможных способов такого изъятия является заключение невыгодных сделок с другими компаниями, аффилированными с мажоритарием. Такая проблема более остро стоит в странах, где законодательно права инвесторов защищены слабее. Р. Ла Порта с соавт. [La Porta et al., 1998] показали, что хорошим показателем уровня защиты этих прав является тип правовой системы, на основе которой строится законодательство государства: в странах с англосаксонским правом (*common law*) права инвесторов защищены лучше, чем в странах с романо-германским правом (*civil law*). Различия в агентском конфликте иллюстрирует работа Ж. Фаринха и О. Лопез-де-Форонда [Farinha, López-de-Foronda, 2009]. В ней продемонстрировано, что в странах с англосаксонской правовой системой с ростом собственности инсайдеров в акционерном капитале компании до определенного уровня (около 36%) ее дивиденды падают, а при дальнейшем росте начинают увеличиваться. В странах же с романо-германской правовой системой, напротив, дивиденды сначала повышаются с ростом доли инсайдеров, а затем начинают снижаться (точка перегиба — на 46% доли инсайдеров).

В большинстве исследований на рассматриваемую тему сравнивается дивидендная политика компаний с разной структурой собственности, при этом предпочтения собственников относительно получения дивидендов оцениваются только по их типу (индивидуальный инвестор, финансовый институт, корпорация, государство, инсайдер) и доле в собственном капитале компании. Но, возможно, более точные результаты могут быть получены при анализе политики одних и тех же компаний до и после смены ключевых акционеров и при учете показателей, отражающих спрос этих акционеров на дивидендные выплаты. Одну из возможностей такого исследования предоставляют сделки слияния и поглощения (M&A). Однако их влияние на дивидендную политику компании-цели мало изучено. Здесь можно отметить работу А. Банчит с соавт. [Banchit et al., 2012], в которой показано, что размер дивидендов компании-покупателя в среднем увеличивается после сделок слияния и поглощения в пяти странах Юго-Восточной Азии.

Сделки по слиянию и поглощению примечательны тем, что зачастую ухудшают финансовое состояние покупателя, создавая таким образом потребность в наличности. Поскольку покупатель заинтересован в сохранении контроля над приобретенной компанией, он вряд ли рассматривает возможность получения денежных средств с помощью продажи ее акций. Ввиду этого возникает ситуация, когда на основе финансовых показателей покупателя можно с некоторой долей уверенности предположить, что для него дивиденды предпочтительнее капитального прироста или как минимум дивиденды для такого собственника более предпочтительны, чем для собственника без финансовых проблем. Соответственно появляется возможность ответить на вопрос: в какой мере дивидендная политика зависит от потребности крупного корпоративного собственника в денежных средствах? Поскольку в странах с англосаксонской правовой системой права миноритарных акционеров защищены лучше, ожидается, что в таких странах рассматриваемая зависимость будет слабее.

Проверяемые гипотезы можно сформулировать следующим образом:

1) *финансовые трудности компании-покупателя после сделки по слиянию и поглощению положительно влияют на размер дивидендов компании-цели;*

2) *данное влияние сильнее на дивиденды компаний-целей, зарегистрированных в странах с романо-германской правовой системой.*

Проведенное автором представленной статьи исследование может дополнить литературу, посвященную агентской теории дивидендов и взаимосвязи дивидендов и структуры собственности,

описанием влияния крупных корпоративных собственников на дивиденды на выборке компаний из разных стран мира, а также введением метода разделения этих собственников по их предпочтениям относительно выплаты дивидендов.

Данная работа построена следующим образом: в разделе 2 приведены детали построения выборки, в разделе 3 представлен расчет используемых переменных, в разделе 4 описаны эмпирические результаты, раздел 5 содержит выводы исследования.

2. Данные. Прежде всего, для исследования из базы данных Bloomberg было отобрано 5655 сделок по слиянию и поглощению, завершившихся в 1992–2012 гг. (с начала пятой волны M&A и до времени проведения исследования) и удовлетворявших нескольким критериям. Акции компании-цели и покупателя должны во время сделки котироваться на одной из мировых бирж, приобретенный пакет должен составлять не менее 10% от общего числа голосующих акций, уплаченная за него сумма — не менее 5 млн долл. США, суммарный пакет после сделки — не менее 25% и не более 95%. После этого из рассмотрения были исключены сделки с компаниями-целями, зарегистрированными в странах, по которым доступна информация менее чем о 20 сделках. В результате выборка сократилась до 5331 сделки в 43 странах мира. Здесь и далее под страной сделки подразумевается страна, в которой зарегистрирована компания-цель, так как именно законодательство этой страны может оказывать влияние на дивидендную политику. На следующем этапе были ужесточены требования к приобретаемому пакету в странах с высокой концентрацией собственности: купленный пакет должен быть не менее 20%, а итоговая доля после сделки — не менее 50%, что сократило выборку до 3082 сделок. Разделение стран по концентрации собственности производилось на основе данных, собранных в ряде работ [Claessens et al., 2000; De Jong, Semenov, 2006; Gugler et al., 2008; Holzl, 2006; Van der Elst, 2000]. После удаления сделок, в которых либо компания-цель, либо компания-покупатель является финансовой, в выборке осталось 1785 наблюдений. Исключение финансовых компаний является типичным для работ по дивидендам [Fama, French, 2001] и объясняется тем, что во многих странах эти компании подвержены дополнительному регулированию, а часть используемых показателей для них может иметь иное значение. Удаление сделок с компаниями-целями, на дивидендную политику которых могли оказывать влияние другие сделки с этими же компаниями (завершившиеся менее чем за 7 лет до данной сделки или менее чем 4 года после нее), сформировало итоговую выборку из 1442 сделок. Финансовые данные по компаниям-целям и покупателям также были получены из базы Bloom-

berg. По некоторым компаниям требуемые данные отсутствовали или были представлены только за часть лет. Фактическое число наблюдений приводилось в дальнейшем для тех или иных расчетов в отдельности.

3. Используемые переменные. Для проверки выдвинутой гипотезы рассматривается динамика дивидендов компаний-целей за годы с $t - 4$ по $t + 2$, за исключением $t - 1$, где t — год завершения сделки. Под дивидендами года t подразумеваются дивиденды, выплаченные по итогам финансового года t (включая промежуточные). Предполагается, что с $t - 4$ по $t - 2$ компания поддерживает некоторый нормальный для себя уровень дивидендов, на который никак не влияет будущая сделка. Поскольку решение о дивидендах за год t принимается уже с участием нового собственника, также предполагается, что финансовое положение компании-покупателя может повлиять на выплаты в период с t по $t + 2$. Дивиденды за $t - 1$ исключены из рассмотрения, поскольку по имеющимся данным невозможно установить, мог ли влиять новый собственник на величину выплаты (так как в базе Bloomberg нет данных о точных датах закрытия реестра, а эти даты могут существенно отличаться для разных компаний даже в рамках одной страны). Рассматриваются только дивиденды компаний-целей, акции которых после сделки M&A продолжили котироваться на биржах.

В качестве зависимых переменных используется ряд дивидендных показателей:

1) PR — коэффициент дивидендных выплат, отношение дивидендов за данный год к разности прибыли до чрезвычайных статей и дивидендов по привилегированным акциям;

2) DY — дивидендная доходность, отношение дивиденда на акцию к стоимости обыкновенной акции на конец года, по итогам которого выплачиваются дивиденды;

3) $Div/Assets$ — отношение дивидендов к величине активов компании на конец года, по итогам которого выплачиваются дивиденды;

4) $Div/Sales$ — отношение дивидендов к выручке за год, по итогам которого выплачиваются дивиденды.

Использование нескольких зависимых переменных объясняется, во-первых, попыткой более полно описать дивидендную политику компаний, а во-вторых, тем, что каждый из используемых в аналогичных исследованиях количественных показателей по отдельности имеет ряд недостатков [La Porta et al., 2000]. Так, коэффициент дивидендных выплат, являясь одним из самых популярных показателей, который сами компании чаще всего устанавливают в ка-

честве ориентира, может сильно отличаться в разных странах из-за особенностей учетной политики, подвержен манипуляциям с отчетностью, не имеет смысла при отрицательной прибыли, а также может принимать очень высокие значения при близкой к нулю положительной прибыли. Дивидендная доходность лучше всего показывает выгоды инвестора от владения акциями, но сильно подвержена колебаниям цены, т.е. определяется самой компанией лишь отчасти. Описанным проблемам не подвержены показатели *Div/Sales* и *Div/Assets*, но они не имеют четкой экономической интерпретации, активы и выручка выступают просто в качестве делителей для составления показателя, сравнимого между компаниями.

Представленные переменные являются типичными количественными показателями дивидендной политики и широко используются в литературе по дивидендам, в особенности посвященной структуре собственности или международным сопоставлениям [Barclay et al., 2009; Faccio et al., 2001; Farinha, López de Foronda, 2009; Grinstein, Michaely, 2005]. Одним из самых популярных показателей дивидендов является бинарная переменная, принимающая значение 1, если компания платила дивиденды, и 0, если не платила. Однако в данной работе этот показатель не может быть использован, поскольку отсутствует информация о нулевых дивидендах, так как случаи невыплаты компанией дивидендов и случаи отсутствия данных в базе зачастую отражаются одинаково. Использование же базы данных Bloomberg объясняется наличием в ней исчерпывающей информации по сделкам M&A и параметрам этих сделок, а также наличием данных по финансовым показателям компаний, которые к настоящему времени прекратили существование или провели делистинг акций.

Финансовое состояние компании-покупателя оценивается по коэффициенту покрытия процентов (*Interest Coverage Ratio* — *ICR*). Поскольку может иметь значение не непосредственный уровень *ICR*, а лишь факт его недостаточности, используется также дамми-переменная, отражающая то, что *ICR* ниже комфортного для компании уровня. Предполагается, что при низких значениях *ICR* компания будет стремиться частично погасить долг. Но ее собственных денежных средств с большой вероятностью будет не хватать, поскольку существенная их часть потрачена на сделку M&A. Одним из вариантов решения или смягчения проблемы является получение дивидендов от компании-цели. Соответственно для компании-покупателя с финансовыми трудностями дивиденды будут более предпочтительны, чем для компании-покупателя без финансовых трудностей.

Используется стандартный набор контрольных финансовых переменных, характеризующих размер компании, ее рентабельность, инвестиционные возможности, долговую нагрузку и стадию жизненного цикла [DeAngelo et al., 2006; Fama, French, 2001]. Размер компании определяется величиной ее активов (*Assets*). Рентабельность задается показателем *ROE*, рассчитываемым как отношение разности прибыли до чрезвычайных статей и дивидендов по привилегированным акциям к средней величине собственного капитала по балансу за год. Инвестиционные возможности определяются исходя из оценки компании рынком, а именно отношением величины (активы — собственный капитал по балансу + рыночная капитализация) к активам (*MV/BV*). Долговая нагрузка — отношение всего долга к сумме капитализации, бухгалтерской стоимости привилегированных акций и всего долга (*Debt*). Стадия жизненного цикла задается отношением нераспределенной прибыли к активам (*RE/TA*). Показатели рассчитываются по состоянию на конец года, за который выплачиваются соответствующие дивиденды.

Также контрольные переменные включают дамми-переменную, принимающую значение 1 после сделки (*after deal — AD*), и набор дамми, характеризующих рынок страны, в которой зарегистрирована компания-цель, а именно его уровень развития и тип правовой системы. Разделение произведено по четырем категориям: развитые рынки с англосаксонской правовой системой (*developed, common law*), развитые рынки с романо-германской правовой системой (*developed, civil law*), развивающиеся рынки с англосаксонской правовой системой (*emerging, common law*) и развивающиеся рынки с романо-германской правовой системой (*emerging, civil law*). При построении регрессий за базовую категорию взята *developed, civil law*. Тип правовой системы учитывается, потому что в ряде работ [La Porta et al., 2000; Faccio et al., 2001; Ferris et al., 2009] было показано, что права миноритарных инвесторов лучше защищены в странах с англосаксонским правом, и это оказывает значимое влияние на дивидендную политику компаний. Развитость рынка определяется на основе классификации, используемой при расчете индексов Dow Jones². Отнесение правовых систем к определенным типам базируется на списке, приведенном в работе Р. Ла Порты с соавт. [La Porta et al., 1998]. В ряде случаев список был дополнен вручную.

² S&P Dow Jones Indices Website. URL: http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/brochure_info/Dow_Jones_Total_Stock_Market_Indexes_Brochure.pdf (last accessed data: 20.02.2015).

Рассматриваемые компании разделены на 22 отрасли. За основу при разделении взяты классификации Фамы и Френча на 17 и 30 отраслевых портфелей³. Данные классификации скорректированы с учетом особенностей выборки так, чтобы численность компаний в полученных категориях была сопоставима.

4. Эмпирические результаты. В качестве предварительного анализа имеет смысл рассмотреть динамику медиан основных используемых показателей. Как и предполагалось, в среднем финансовое положение компаний-покупателей после сделки несколько ухудшается (табл. 1). При делении выборки на две части (с *ICR* компании-покупателя выше и ниже медианы по соответствующей отрасли в соответствующем году) в подгруппе с более низкими значениями *ICR* покупателя прослеживаются более высокие значения дивидендных переменных компании-цели (рисунок). Исключение составляет лишь коэффициент дивидендных выплат в год сделки: он находится на приблизительно одинаковом уровне в обеих подгруппах.

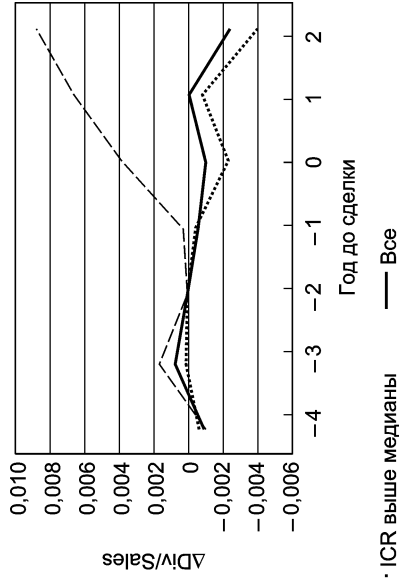
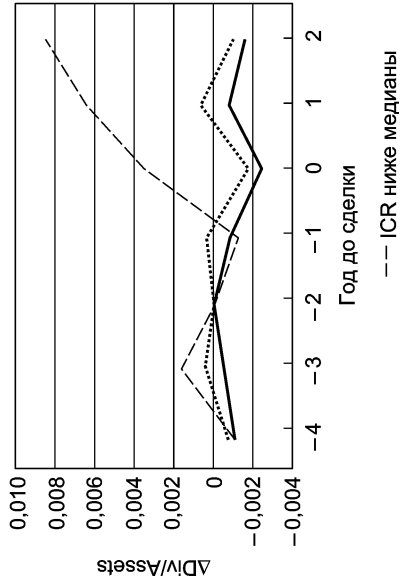
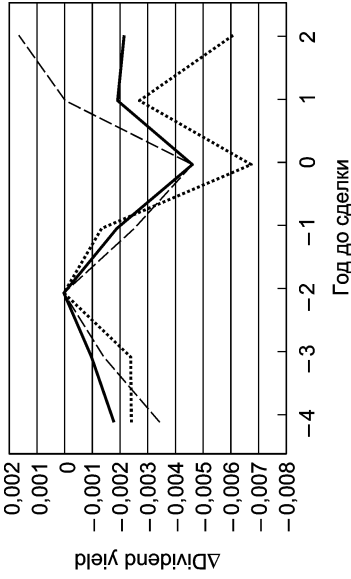
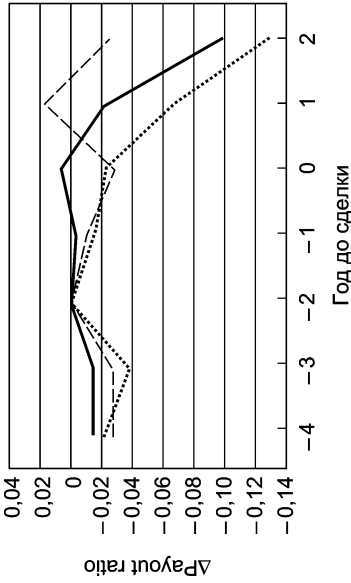
Таблица 1

Динамика коэффициента покрытия процентов компании-покупателя до и после сделки

Год относительно завершения сделки	-4	-3	-2	-1	0	1	2
Медиана <i>ICR</i>	4,73	4,87	5,50	5,39	4,38	4,00	3,86
Доля компаний с <i>ICR</i> >2,5	0,68	0,72	0,74	0,75	0,69	0,64	0,65
Число наблюдений	974	1015	1053	1075	1074	1026	945

Регрессионный анализ проведен доступным обобщенным методом наименьших квадратов (рассчитываются стандартные ошибки в форме Уайта) по пулу данных. Панельный анализ не применяется, поскольку имеющаяся панель выраженно-несбалансированная, по многим компаниям временные ряды существенно короче предполагаемых изначально шести лет. Зависимыми переменными выступают натуральные логарифмы перечисленных ранее дивидендных показателей. Основными объясняющими переменными являются $\ln(ICR)$ и дамми (*Dummy_ICR*), принимающая значение 1, если $ICR > 2,5$. Поскольку влияние финансового положения по-

³ URL: http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_17_ind_port.html (last accessed data: 20.02.2015); URL: http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_30_ind_port.html (last accessed data: 20.02.2015).



Динамика изменения медианных дивидендных показателей относительно уровня в $t-2$

покупателя на дивидендную политику цели предполагается только после завершения сделки, указанные переменные умножены на AD . Логарифмирование переменных объясняется тем, что они имеют близкое к логнормальному распределение и остатки в регрессиях без проведения логарифмирования распределены выраженно-ненормально. Контрольные финансовые переменные по компании-цели взяты в отклонениях от медианного значения по соответствующей отрасли в соответствующем году. Все построенные регрессии содержат среди объясняющих переменных набор отраслевых дамми, однако для краткости они не отражены в приведенных результатах. Перед построением каждой регрессии из выборки исключаются наблюдения с экстремальными значениями хотя бы по одной из используемых переменных.

Основные результаты регрессий приведены в табл. 2. Показатели финансового состояния покупателя значимы во всех регрессиях, они отрицательно влияют на размер выплачиваемых дивидендов. То есть чем хуже финансовое положение покупателя, тем больше дивидендов платит компания-цель после сделки. Распределение остатков в регрессиях близко к нормальному, выраженная мультиколлинеарность отсутствует. Выборочный скорректированный коэффициент детерминации (R_{adj}^2) имеет значения, стандартные для подобных исследований [Barclay et al., 2009; Faccio et al., 2001; Mitton, 2004].

Также проведены тесты устойчивости результатов при использовании других способов расчета объясняющей переменной (в тексте не приводятся). Переменная $Ln(ICR)$ заменена на отклонение значения ICR по данной компании от медианы по соответствующей отрасли в соответствующем году (ICR_median). Вместо $Dummy_ICR$ используется дамми-переменная, принимающая значение 1, если ICR_median больше нуля. Дополнительно проверяется влияние на дивиденды итоговой доли покупателя в капитале компании-цели после сделки путем умножения всех объясняющих переменных, построенных на основе ICR , на эту долю. От перечисленных изменений представленные в табл. 2 результаты качественно не меняются, также не происходит заметного увеличения или уменьшения объясняющей силы моделей.

Проблемным местом построенных регрессий может являться отсутствие данных о нулевых дивидендах, тогда как именно начало дивидендных выплат или, наоборот, их прекращение — наиболее значимые изменения дивидендной политики. Иными словами, расчеты ограничены исследованием только тех компаний, которые платят дивиденды. Данный факт вместе с неполнотой временных рядов по большинству компаний приводит к тому, что полученные

Основные результаты регрессионного анализа по всей выборке

Зависимая переменная	N	R^2_{adj}	Коэффициент, под ним t-статистика и уровень значимости (*** — 1%, ** — 5%, * — 10%)												
			Constant	$\ln(Assets)$	$\ln(Assets)^2$	ROE	MV/BV	RE/TA	Debt	Developed, common law	Emerging, common law	Emerging, civil law	AD	$\ln(ICR) \cdot AD$	DummyICR · AD
Ln(PR)	1481	0,084	3,929	-0,029	0,007	-0,013	0,015	-0,003	-0,412	0,121	0,003	-0,110	0,248	-0,171	
			78,8	-1,7	1,0	-6,0	0,4	-2,6	-4,0	2,3	0,1	-2,0	3,3	-4,5	
			***			***		***	***	**		**	***	***	***
Ln(PR)	1548	0,089	3,938	-0,037	0,009	-0,014	0,023	-0,003	-0,437	0,114	-0,015	-0,096	0,226		-0,345
			79,9	-2,3	1,2	-6,4	0,5	-2,7	-4,3	2,2	-0,2	-1,8	3,3	-4,3	
			***	**		***		***	***	**			***	***	***
Ln(DY)	1657	0,237	-3,663	-0,054	0,012	0,022	-0,579	0,001	-0,145	0,318	0,212	0,047	0,180	-0,187	
			-60,3	-2,9	1,5	9,8	-13,3	1,1	-1,3	5,7	3,2	0,8	2,1	-4,6	
			***	***		***	***			***	***		**	***	***

<i>Ln(DY)</i>	1732	0,230	-3,658	-0,059	0,011	0,021	-0,569	0,001	-0,186	0,315	0,182	0,076	0,114		-0,323	
			-61,2	-3,3	1,5	9,7	-13,2	1,0	-1,7	5,7	2,8	1,3	1,5			-3,8
			***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
<i>Ln(Div/Assets)</i>	1640	0,413	-4,363	-0,065	0,014	0,020	0,162	0,004	-1,348	0,525	0,304	0,180	0,192	-0,169		
			-72,8	-3,4	1,7	9,2	3,7	2,9	-12,0	9,5	4,8	2,9	2,1		-3,8	
			***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
<i>Ln(Div/Assets)</i>	1716	0,405	-4,355	-0,067	0,009	0,020	0,166	0,003	-1,367	0,536	0,301	0,214	0,117		-0,249	
			-73,3	-3,6	1,1	9,3	3,8	2,7	-12,5	9,8	4,8	3,5	1,4		-2,7	
			***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
<i>Ln(Div/Sales)</i>	1641	0,388	-4,680	-0,024	0,038	0,018	0,147	0,009	-1,311	0,664	0,417	0,249	0,215	-0,203		
			-61,2	-1,1	4,0	8,2	2,9	5,5	-9,8	9,2	5,7	3,3	2,0		-4,0	
			***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
<i>Ln(Div/Sales)</i>	1715	0,377	-4,664	-0,032	0,034	0,017	0,140	0,008	-1,383	0,667	0,397	0,291	0,070		-0,261	
			-61,7	-1,4	3,4	7,8	2,8	5,3	-10,5	9,2	5,4	3,9	0,7		-2,4	
			***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

результаты сложно сразу интерпретировать в терминах изменения дивидендной политики относительно периода до сделки. Главным выводом на данном этапе является то, что среди плательщиков дивидендов после сделки выплаты в среднем выше у тех компаний, чей покупатель испытывает определенные финансовые трудности. Одним из объяснений такого результата может служить проверяемая в данной работе гипотеза, что компания-покупатель с финансовыми трудностями будет требовать от компании-цели при прочих равных более высоких дивидендов, чем компания-покупатель без этих трудностей. Однако может существовать и альтернативное объяснение: компания-покупатель, предвидя финансовые трудности, будет покупать компанию-цель, которая уже платит относительно более высокие дивиденды.

Для проверки данного альтернативного объяснения по каждой компании-цели были рассчитаны средние дивиденды в период с $t - 4$ по $t - 2$. Медианы этих показателей при делении на подгруппы по наличию финансовых трудностей приведены в табл. 3. С помощью критерия Манна–Уитни проверяется следующая гипотеза: вероятность того, что показатель из подгруппы с $ICR_t > 2,5$ меньше, чем показатель из подгруппы с $ICR_t \leq 2,5$, равна 0,5. Данная гипотеза не отвергается для всех дивидендных показателей, кроме $Div/Sales$. Ввиду этого альтернативное объяснение вряд ли является состоятельным. Таким образом, полученные результаты говорят о том, что новый собственник оказывает некоторое влияние на дивидендную политику компании-цели, которое отличается в зависимости от его финансового положения.

Таблица 3

Медианные дивидендные показатели компаний-целей до сделки при делении на подгруппы по показателю ICR покупателя после сделки. Результаты теста Манна–Уитни на статистическую значимость различий

Дивидендный показатель компании-цели	ICR покупателя в году t		p-value для U-критерия Манна–Уитни
	$>2,5$	$\leq 2,5$	
Медиана PR до сделки	0,426	0,416	0,375
Медиана DY до сделки	0,025	0,028	0,246
Медиана $Div/Assets$ до сделки	0,016	0,016	0,448
Медиана $Div/Sales$ до сделки	0,016	0,020	0,018

Поскольку права миноритарных акционеров в странах с англосаксонской правовой системой защищены несколько лучше, логич-

но предположить, что интересы крупного собственника в таких странах будут оказывать меньшее воздействие на дивидендную политику компании. Соответственно можно ожидать, что на дивидендную политику компаний-целей из стран с романо-германской правовой системой финансовое положение покупателя будет влиять сильнее. В табл. 4 представлены регрессии отдельно по компаниям из стран с романо-германской правовой системой и по компаниям из стран с англосаксонской правовой системой. Для краткости приведены результаты только для одной объясняющей переменной — $\ln(ICR) \cdot AD$, которая демонстрирует немного большую значимость в предыдущих расчетах. Коэффициент при объясняющей переменной отрицательно значим во всех регрессиях по компаниям из стран с романо-германской правовой системой. В регрессиях по компаниям из стран с англосаксонской правовой системой коэффициент при $\ln(ICR) \cdot AD$ значим только в одной регрессии, в которой зависимой переменной выступает $\ln(PR)$. Таким образом, в странах с романо-германской правовой системой влияние финансового положения собственника на дивидендную политику компаний более выражено, но нельзя утверждать, что в странах с англосаксонской правовой системой оно отсутствует.

Как и регрессии по всей выборке, данные регрессии не имеют выраженной мультиколлинеарности, распределение их остатков близко к нормальному. Они имеют адекватные показатели R_{adj}^2 , устойчивы к использованию других объясняющих переменных.

5. Заключение. Таким образом, показатели финансового состояния компании-покупателя после сделок М&А значимо влияют на размер дивидендов компаний-целей. Чем хуже положение компании-покупателя, тем больше дивидендов в среднем будет выплачено. Так, например, дивидендные показатели компаний-целей в подгруппе с $ICR > 2,5$ при прочих равных на 20–30% ниже (рассчитано на основе оценок коэффициентов регрессий). Данная зависимость ярко выражена для компаний-целей, зарегистрированных в странах с романо-германской правовой системой. Для компаний-целей из стран с англосаксонской правовой системой, где права миноритариев защищены лучше, финансовое положение покупателя значимо влияет только на один из четырех рассматриваемых дивидендных показателей — коэффициент дивидендных выплат (PR).

Полученные результаты говорят о том, что зачастую дивидендная политика публичных компаний может определяться исходя из текущих интересов мажоритарного акционера, а именно из его потребности в денежных средствах. То есть решение об изменении дивидендов может определяться не наличием или отсутствием у ком-

Основные результаты регрессионного анализа при делении выборки по типу правовой системы

Зависимая переменная	Правовая система	N	R^2_{adj}	Коэффициент, под ним t-статистика и уровень значимости (*** — 1%, ** — 5%, * — 10%)									
				Constant	$Ln(Assets)$	$Ln(Assets)^2$	ROE	MV/BV	RE/TA	Debt	Developed	AD	$Ln(ICR) \cdot AD$
$Ln(PR)$	Романо-германская	1015	0,117	3,913	-0,086	0,030	-0,020	0,039	-0,001	-0,403	0,081	0,223	-0,158
				50,8	-3,9	3,3	-6,4	0,7	-0,4	-3,4	1,4	2,4	-3,7
$Ln(PR)$	Англосаксонская	466	0,175	***	***	***	***			***		**	***
				3,826	0,027	-0,007	-0,004	0,019	-0,007	-0,219	0,058	0,243	-0,190
				43,7	1,1	-0,6	-1,5	0,3	-3,6	-1,1	0,8	1,7	-2,2
$Ln(DY)$	Романо-германская	1130	0,250	***					***				**
				-3,625	-0,068	0,030	0,024	-0,656	0,004	-0,178	-0,052	0,241	-0,224
				-40,7	-2,7	2,9	8,0	-11,3	2,3	-1,3	-0,8	2,4	-5,1
				***	***	***	***	***	**		**	***	

<i>Ln(DY)</i>	Англосаксон- ская	527	0,236	-3,423	-0,067	-0,004	0,021	-0,451	-0,002	0,198	0,074	-0,138	-0,004
				-30,7	-2,2	-0,3	6,6	-7,3	-1,1	1,0	-0,8	0,0	
				***	**		***	***					
<i>Ln(Div/Assets)</i>	Романо-гер- манская	1132	0,418	-4,227	-0,081	0,028	0,025	0,113	0,007	-1,340	-0,181	0,271	-0,187
				-47,3	-3,1	2,3	8,3	1,9	4,0	-9,7	2,4	-3,8	
				***	***	**	***	***	***	***	***	**	***
<i>Ln(Div/Assets)</i>	Англосаксон- ская	508	0,341	-3,936	-0,058	-0,001	0,017	0,278	-0,001	-0,948	0,146	-0,225	-0,008
				-37,3	-1,9	-0,1	5,8	4,8	-0,3	-4,9	2,0	-1,5	-0,1
				***			***	***		***	**		
<i>Ln(Div/Sales)</i>	Романо-гер- манская	1132	0,385	-4,555	-0,016	0,042	0,021	0,172	0,012	-1,214	-0,247	0,272	-0,210
				-41,2	-0,5	2,9	6,7	2,5	5,9	-7,6	-3,2	2,0	-3,6
				***		***	***	**	***	***	***	**	***
<i>Ln(Div/Sales)</i>	Англосаксон- ская	509	0,345	-4,003	-0,070	0,018	0,018	0,117	0,004	-1,081	0,206	-0,163	-0,038
				-29,8	-2,0	1,3	5,8	1,6	1,5	-4,2	2,3	-0,9	-0,4
				***	**		***	***		***	**		

пании дополнительных возможностей вложить средства в проекты с положительным *NPV*, а интересами крупного собственника. Соответственно миноритарным инвесторам, рассматривающим возможность вложений в компанию, ставшую объектом сделки M&A, при прогнозировании дивидендной политики целесообразно также учитывать финансовое состояние компании-покупателя.

Дополнительным результатом исследования является получение очередного подтверждения дивидендной «модели результата» (*outcome model*), предложенной в работе Р. Ла Порты с соавт. [La Porta et al., 2000] и утверждающей, что более высокие дивиденды являются следствием хорошей правовой защиты инвесторов, а не ее субститутом. В регрессиях коэффициенты при категориальных дамми стран с англосаксонской правовой системой (при которой права миноритарных акционеров лучше защищены) заметно выше, чем при категориальных дамми стран с романо-германской правовой системой. При этом наибольшие коэффициенты наблюдаются именно при переменной *developed, common law*. Иными словами, при прочих равных компании платят более высокие дивиденды в странах, где права инвесторов защищены лучше.

Возможным дальнейшим направлением исследования является дополнение имеющихся временных рядов показателей по компаниям с помощью других баз данных, что позволит использовать бинарную дивидендную переменную, являющуюся самой популярной в литературе по дивидендам, а также произвести более точные тесты изменения дивидендной политики компаний-целей до и после сделки.

Список литературы

Banchit A., Locke S., Choi D. Are There Any Changes in Dividend Policy Associated with Mergers and Acquisitions? // Multinational Finance Society Website. 2012. URL: <http://www.mfsociety.org/modules/modDashboard/uploadFiles/conferences/MC19~501~p16o6u2pogdbn1g1e1kbbk160i1ltq4.pdf> (last accessed data: 20.02.2015).

Barclay M., Holderness C., Sheehan D. Dividends and Corporate Shareholders // Rev. of Financial Studies. 2009. Vol. 22. N 6.

Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations // J. of Financial Economics. 2000. Vol. 58. N 1–2.

DeAngelo H., DeAngelo L., Stultz R. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-Cycle Theory // J. of Financial Economics. 2006. Vol. 81.

De Jong E., Semenov R. Determinants of Corporate Ownership Concentration: Firm and Country Effects // Association for Business and Economics Research (ABER) Website. 2006. URL: http://www.gcbe.us/6th_GCBE/data/Determi-

nants%20of%20Corporate%20Ownership%20Concentration%20Firm%20and%20country%20effects.doc (last accessed data: 25.02.2015).

Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // The American Economic Rev. 1984. Vol. 74. N 4.

Faccio M., Lang L., Young L. Dividends and Expropriation // The American Economic Rev. 2001. Vol. 91. N 1.

Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay // J. of Financial Economics. 2001. Vol. 60.

Farinha J., López-de-Foronda O. The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence // The European J. of Finance. 2009. Vol. 15. N 2.

Ferris S., Jayaraman N., Sabherwal S. Catering Effects in Corporate Dividend Policy: The International Evidence // J. of Banking & Finance. 2009. Vol. 33. N 9.

Grinstein Y., Michaely R. Institutional Holdings and Payout Policy // J. of Finance. 2005. Vol. 60. N 3.

Gugler K., Mueller D.C., Yurtoglu B.B. Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison // J. of Corporate Finance. 2008. Vol. 14. N 5.

Gugler K., Yurtoglu B. Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany // European Economic Rev. 2003. Vol. 47. N 4.

Holz W. Convergence of Financial Systems: Towards an Evolutionary Perspective // J. of Institutional Economics. 2006. Vol. 2. N 1.

Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Rev. 1986. Vol. 76. N 2.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // J. of Political Economy. 1998. Vol. 106. N 6.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Agency Problems and Dividend Policies around the World // The J. of Finance. 2000. Vol. 55. N 1.

Mancinelli L., Ozkan A. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms // European J. of Finance. 2006. Vol. 12. N 3.

Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // J. of Business. 1961. Vol. 34.

Mitton T. Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets // Emerging Markets Rev. 2004. Vol. 5. N 4.

Rozeff M. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios // J. of Financial Research. 1982. Vol. 5. N 3.

Shleifer A., Vishny R. Large Shareholders and Corporate Control // J. of Political Economy. 1986. Vol. 94. N 3.

Short H., Zhang H., Keasey K. The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership // J. of Corporate Finance. 2002. Vol. 8. N 2.

Van der Elst C. The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonisation? // University of Ghent Working Paper Website. 2000. N 4. URL: <http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2000-04.pdf> (last accessed data: 15.02.2015).