

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107>



# Выбор политики выплат инвесторам: исследование рынка США

**Варвара Вадимовна Назарова**

E-mail: [nvarvara@list.ru](mailto:nvarvara@list.ru), ORCID: 0000-0002-9127-1644

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург 190121, Российская Федерация

**Анастасия Александровна Иванова**

E-mail: [aivanova@edu.hse.ru](mailto:aivanova@edu.hse.ru)

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург 190121, Российская Федерация

## Аннотация

В последние годы затраты на выкуп акций в США достигли рекордного уровня, что частично объясняется проведением налоговой реформы в 2017 г., активностью акционеров и низкими затратами на займы.

Цель исследования состоит в изучении мотивов и факторов, обуславливающих выбор политики выплат инвесторам американских компаний и влияние выкупа акций на результаты компаний и на экономическую систему. В рамках исследования были изучены традиционные теории, объясняющие выбор политики выплат инвесторам. Авторами были выделены основные мотивы компаний при принятии решений о механизме выплат. После изучения существующих теоретических аспектов выбора политики выплат и тенденций обратного выкупа США был проведен регрессионный анализ панельных данных для комплексного исследования причин и следствий выбора политики выплат. Исследование позволило определить мотивацию к выкупу акций и доказало положительное влияние выкупа акций на развитие компании.

**Ключевые слова:** политика выплаты дивидендов, обратный выкуп, потребность в капитале, реинвестирование, экономический рост, программы выкупа акций

**JEL:** G35

**Для цитирования:** Назарова В. В., Иванова А. А. Выбор политики выплат инвесторам: исследование рынка США // Финансовый журнал. 2022. Т. 14. № 1. С. 89–107.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107>.

© Назарова В. В., Иванова А. А., 2022

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107>

## Payment to Investors Policy Choice: US Market Research

**Varvara V. Nazarova<sup>1</sup>, Anastasia A. Ivanova<sup>2</sup>**

<sup>1, 2</sup> HSE University, Saint Petersburg 190121, Russian Federation

<sup>1</sup> [nvarvara@list.ru](mailto:nvarvara@list.ru), <https://orcid.org/0000-0002-9127-1644>

<sup>2</sup> [aivanova@edu.hse.ru](mailto:aivanova@edu.hse.ru)

### Abstract

*In recent years, US share buyback costs have hit record highs, in part due to the 2017 Tax Reform, shareholder activities and record low borrowing costs. The purpose of the present study is to explore the reasons for choosing a policy of payments to investors in American companies and the impact of share buybacks on the results of companies and the economic system. The study reviews traditional theories that explain the choice of investor payout policy. The authors have highlighted the main motives of companies when making decisions on the payment mechanism. After examining the existing theoretical aspects of the choice of payment policy and the trend of US buybacks, a panel data regression analysis is carried out to comprehensively investigate the causes and consequences of the choice of payment policy. The study identifies managements' motives for the share buyback and demonstrates the positive impact of share buybacks on the company's development.*

**Keywords:** dividend payment policy, buyback, capital requirements, reinvestment, economic growth, share buyback programs

**JEL:** G35

**For citation:** Nazarova V.V., Ivanova A.A. Payment to Investors Policy Choice: US Market Research. *Financial Journal*, 2022, vol. 14, no. 1, pp. 89–107 (In Russ.).  
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2022-1-89-107>.

© Nazarova V.V., Ivanova A.A., 2022

---

## ВВЕДЕНИЕ

Выбор политики выплат инвесторам оказывает большое влияние не только на позиционирование компании на финансовом рынке, но и на финансовое положение и стратегию компании, принятие инвестиционных решений [Driver C. et al., 2020]. В настоящее время выкуп акций является важным финансовым инструментом при реализации компаниями политики выплат инвесторам. Акцент в исследовании сделан на анализе выплат инвесторам в США.

Данные предыдущих исследований свидетельствуют о снижении доли компаний, выплачивающих дивиденды, с 66,5 до 20,8 %. Резкое снижение можно связать с возрастающей ролью выкупа акций со стороны американских компаний [Grullon G., Michaely R., 2002; Brav A. et al., 2005; Geiler P., Renneboog L., 2016]. В настоящее время прослеживается увеличение объема заемных средств для финансирования выкупа акций, что приводит к появлению риска дефолта компаний. Кроме того, менеджеры американских компаний нацелены на достижение более высокого EPS (показателя прибыли на акцию), что позволяет им получать бонусы [Lazonick W., 2016; Felimban R. et al., 2018]. Руководство компаний использует свободные денежные средства для наращивания собственной доли акций компании, а не для инвестирования в долгосрочное развитие бизнеса [Wesson N. et al., 2018].

Цель исследования состоит в изучении мотивов и факторов, обуславливающих выбор политики выплат инвесторам американских компаний, а также в изучении влияния выкупа акций на результаты деятельности компании и на экономическую систему в целом. В ходе исследования будут оценены последствия выплаты дивидендов в форме выкупа акций или непосредственно выплат в денежной форме.

Эмпирические работы показывают, что практика дивидендных выплат с учетом особенностей финансовых рынков, условий функционирования компаний весьма разнообразна [Brav A. et al., 2005; Teplova T. V., Shagaleeva G. V., 2010; Breuer W. et al., 2014].

С точки зрения формирования «лучших практик» для менеджеров, направленных на увеличение благосостояния собственников и повышение устойчивости и эффективности компаний в долгосрочной перспективе, необходим мониторинг практик дивидендных выплат. Использование опыта американского рынка может упростить задачу по прогнозированию тенденций дивидендной политики для российского бизнеса.

Выяснение закономерностей дивидендного выбора на ведущих рынках, конкурирующих с российским, достигнутые значения ключевых дивидендных показателей могут указать российским менеджерам направления совершенствования практики дивидендных выплат в отношении их размера и стабильности, а также формы. Для участников фондового рынка, инвестирующих на зарубежных площадках, примеры американского опыта позволяют объективно оценить конкурентные преимущества тех или иных дивидендных историй и последствия их влияния на финансовую систему. Еще одна причина изучения практики дивидендных выплат американских компаний — существенные изменения в макроэкономической ситуации и в налоговом законодательстве, происходящие в российской экономике. Анализ дескриптивной статистики американского рынка может рассматриваться как первый, но важный шаг для более глубоких исследований российского рынка в данной области.

### **ТЕНДЕНЦИИ ОБРАТНОГО ВЫКУПА АКЦИЙ В США**

В настоящее время обратный выкуп акций стал важным инструментом при осуществлении компаниями дивидендной политики. Анализ глобальных тенденций выплат акционерам демонстрирует рост популярности использования такого средства выплаты, как выкуп акций. Общая сумма, потраченная компаниями на выкуп акций, со временем возросла и в настоящее время превышает сумму выплаченных дивидендов. Выкуп акций в США рос в среднем на 26,1 % в год в период с 1992 по 2000 г., тогда как дивиденды росли в среднем на 6,8 % в год. Метод обратного выкупа акций на открытом рынке является наиболее популярным методом выкупа в США. Рост обратного выкупа акций зафиксирован в период с 1984 по 2000 г. [Grullon G., Michaely R., 2002].

В исследовании [Lazonick W., 2016] отмечается, что в период с 1997 по 2008 г. американские компании потратили 2,4 трлн долл. США на выкуп акций (в среднем 5,6 млрд долл. на компанию) и распределили в общей сложности 1,7 трлн долл. в виде дивидендов (в среднем 3,8 млрд долл. на компанию). Величина дивидендов европейских компаний также имела тенденцию к снижению, а доля фирм, выкупающих акции, росла на протяжении всего периода [Eije H., Megginson W., 2008]. Выкуп акций в первом квартале 2009 г. американскими компаниями из списка S&P 500 упал на 73 % (из-за ухудшения экономической ситуации) по сравнению с годом ранее, однако уровень активности по выкупу акций все еще был значительно выше уровня периода, предшествующего 2009 г. [Lazonick W., 2016]. В первом квартале 2010 г. показатель выкупа акций компаниями S&P 500 вырос до 230 млрд долл. США по сравнению с 75 млрд долл. в предыдущем году. Поэтому ожидалось, что высокие темпы роста выкупа акций продолжатся.

Выплаты инвесторам в течение 2018 г. в форме выкупа акций достигли рекордного значения 806 млрд долл., что на 51 % выше выплат 2017 г. [Lazonick W., 2020]. Событием, которое потенциально повлияло на принятие такого решения, является Налоговая реформа США 2017 г. В ходе ее реализации были снижены корпоративный налог и налог на репатриацию доходов для компаний. Предполагалось, что свободные денежные средства, появившиеся в результате снижения налогов, будут инвестированы в развитие бизнеса и укрепление конкурентоспособности экономики США.

Среди основных причин снижения склонности компаний к выплате дивидендов можно назвать следующие. Улучшение корпоративного управления уменьшило потребность в дивидендах как в механизме решения агентских проблем. Растущее количество обратного

выкупа акций, снижение ценности информативного содержания дивидендов, наблюдаемые низкие операционные издержки при продаже акций по инициативе потребителя и учет теории удовлетворения предпочтений инвестора также могут быть причинами снижения выплат дивидендов [Bildik R., Fatemi A., 2009].

Если анализировать опыт российских компаний, то практика обратного выкупа постепенно набирает обороты: крупные компании обратили внимание на политику выплат как на инструмент привлечения инвесторов, изменения трендов корпоративного управления, механизма повышения эффективности [Новак А. Е. и др., 2018]. Среди компаний, практикующих обратный выкуп акций, можно назвать ПАО «Роснефть», ПАО «Магнит», ПАО «Лента», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Банк ВТБ» и др.

### Налоговая реформа в США

В ходе налоговой реформы 2017 г. ставка корпоративного налога была снижена с 35 до 21 %, ставка по корпоративному доходу из-за рубежа — до 8–15,5 % вместо 35 %, а иностранные доходы американских компаний были освобождены от налога на доходы в США. Реформа коснулась и налогообложения физических лиц: снижение налогообложения для семи групп доходополучателей из числа физических лиц, освобождение большинства налогоплательщиков от уплаты минимального альтернативного налога (*Tax Cuts and Jobs Act, 2017*).

Сразу после того как был принят законопроект о налоговой реформе, главный смысл которой заключался в снижении ставок ключевых налогов для корпораций, американские компании анонсировали ряд важных изменений в своей финансовой политике. В частности, компании планировали увеличить объем инвестиций, что было связано с возможной экономией по уплате налоговых платежей. Сторонники законопроекта утверждали, что он будет способствовать росту и усилению конкурентоспособности экономики США, созданию рабочих мест и повышению заработной платы. Однако анализ статистики показал, что от снижения корпоративного налога в первую очередь в выгодном положении оказались преимущественно акционеры. Компании увеличили выплаты дивидендов, и затраты на осуществление выкупа акций достигли рекордного значения.

В рамках налоговой реформы были наложены ограничения на вычет процентных расходов, сумма которых превышает 30 % от налогооблагаемого дохода. Подобные изменения в Налоговом кодексе делали привлечение заемного капитала менее привлекательным инструментом заимствований по сравнению с инвестированием собственного капитала. Предполагалось, что к концу 2018 г. компании резко снизят внешние заимствования. Но компании продолжили наращивать долговую нагрузку, что было связано с потребностью в привлечении большого объема средств, необходимых для выкупа акций. Как только компании смогли вернуть свои иностранные денежные средства в США по выгодной налоговой ставке, темпы возврата капитала существенно возросли.

В то же время противники реформы настаивали на том, что от ее реализации выиграли только крупный бизнес и очень обеспеченные граждане США. Кроме того, реформа могла привести к увеличению государственной задолженности США более чем на 1,4 трлн долл. в течение десяти лет. Снижение налоговых поступлений привело к увеличению бюджетного дефицита и наращиванию госрасходов, что в долгосрочной перспективе могло нанести экономике серьезный урон.

Противоречивыми были и результаты в области капиталовложений. Если в I кв. 2018 г. они выросли более чем на 11 % в годовом выражении, то в III кв. — лишь на 2,5 %. Уровень инвестиций был слишком низок для ускорения экономики в долгосрочной перспективе. Большую часть средств, высвободившихся в результате снижения налога и возвращенных в страну, компании направили на выкуп акций и погашение долгов. В первом полугодии,

по расчетам Moody's, 100 компаний с большими запасами денежных средств погасили долг на \$72 млрд и вернули инвесторам \$81 млрд<sup>1</sup>.

Но в долгосрочной перспективе аналитики прогнозировали сокращение объемов выкупа, увеличение стоимости заемного финансирования и уменьшение положительного влияния налоговой реформы.

### **ТЕОРИИ, ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ВЫБОР ПОЛИТИКИ ВЫПЛАТ ИНВЕТОРАМ**

Прежде чем исследовать мотивы, влияющие на решение о выборе политики выплат, важно рассмотреть наиболее распространенные теории дивидендной политики.

Основы аргументации теорий выплат инвесторам заложены в работе Модильяни и Миллера. Согласно второй теореме Модильяни — Миллера на совершенных рынках капитала без налогов политика выплат не оказывает влияния на стоимость фирмы. К предпосылкам теории относятся: отсутствие налогов, одинаковый доступ к информации для всех участников рынка, полные контракты, отсутствие транзакционных издержек и издержек выпуска акций, совершенная конкуренция на рынках товара и капитала, рациональность инвесторов и менеджеров [Miller M. H., Modigliani F., 1961].

Нарушение предпосылки теоремы Модильяни — Миллера об отсутствии налогов привело к появлению теории клиентуры (учету ожиданий акционеров). Для инвесторов становится важной форма получения дохода от инвестирования. Если индивидуальный налог на дивиденды превышает налог на прирост капитала, инвестор будет предпочитать акции с низкой дивидендной доходностью. При этом налогообложение имеет не только межстрановую вариацию: доходы различных групп инвесторов могут облагаться по разным ставкам налога. Институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды и профсоюзы, в большинстве случаев частично или полностью освобождены от налогов на дивиденды.

Традиционная сигнальная теория, предполагающая существование асимметрии информации между рынком и менеджерами компании, наиболее распространена для объяснения выкупа акций. В опросах менеджеров о причине выкупа акций на открытом рынке чаще всего упоминается недооценка их акций, что согласуется с сигнальной теорией.

Теория клиентуры и налоговые предпочтения инвесторов могут также обосновать выбор компании между дивидендами и обратным выкупом: с точки зрения налоговых предпочтений инвесторов обратный выкуп является альтернативой капитальному приросту. С точки зрения теории удовлетворения предпочтений инвесторов компания ориентируется на предпочтения «среднего инвестора» на рынке. При этом в теории клиентуры предполагается рациональность предпочтений инвесторов, а в теории кейтеринга — нарушение предпосылки теоремы Модильяни — Миллера о рациональности инвесторов.

На основе ослабления предпосылки о совершенной рациональности индивидов появилось множество моделей из области поведенческих финансов, альтернативных теорий.

Агентские теории предполагают, что политика выплат может смягчить потенциальные конфликты между менеджерами и акционерами. Политика распределения избыточного денежного потока в виде дивидендов позволяет защитить благосостояние акционеров [Grullon G., Ikenberry D. L., 2000; Geiler P., Renneboog L., 2016]. Согласно исследованию [Fenn J., Liang N., 2001] фирмы с высоким уровнем избыточного денежного потока и низкими издержками финансирования выкупают высокую долю акций на рынке. С учетом снижения уровня денежных резервов на их балансе возникает необходимость привлечения внешнего финансирования для осуществления инвестиций, что приводит к усилению контроля менеджеров со стороны внешних заинтересованных лиц и более эффективному

---

<sup>1</sup> Что дала налоговая реформа в США // Ведомости, январь 2019 г. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/01/04/790576-nalogovaya-reforma-ssha>.

использованию средств, оставшихся в компании [Jensen M., 1986; Singh N. P., Tandon A., 2019].

Выбор политики выплат определяется генерируемой чистой прибылью, распределяемой среди акционеров. Невысокая чистая прибыль может распределяться в виде дивидендов, средняя прибыль может быть направлена на выкуп акций на открытом рынке, а высокая прибыль направляется на тендерный выкуп [Brennan M. J., Thakor A. V., 1990].

### **Дополнительные стимулы выбора политики выплат**

#### *Компенсационные стимулы менеджеров*

Еще одним стимулом при выборе политики выплат инвесторам может являться повышение величины финансовой компенсации руководителям компании. Вознаграждения для руководителей часто зависят от показателей эффективности, таких как EPS. Следовательно, мотивацией выбора менеджерами политики выкупа акций может стать ее положительное влияние на EPS. На выкуп акций в США в 1987 г. приходилось 35,3 % чистого дохода корпораций, а в 2007 г. — до 89 %. Между тем компенсация топ-менеджерам в США увеличилась в четыре раза [Lazonick W., 2016]. Данные различия могут привести к сокращению инвестиций со стороны компаний и нанести серьезный ущерб экономике США. В работе [Marquardt M., 2007] было изучено использование ускоренного выкупа акций (ASR) и выяснено, что ASR положительно коррелирует с EPS в годовых бонусах. Yang и др. доказали, что британские фирмы, которые проводят выкуп, с большей вероятностью будут иметь EPS-зависимые бонусы по сравнению с компаниями, которые не участвуют в выкупах [Yang J. et al., 2011]. Для менеджеров выкуп является инструментом манипулирования ценами акций и позволяет заработать прибыль на существующих опционах.

Таким образом, в процессе изучения исследований по теме обратного выкупа были выявлены основные причины противоречий в обратном выкупе акций. Программы выкупа используются руководителями высшего звена для получения финансовой выгоды при условии существования взаимосвязи бонусов с EPS. При выкупе акций компаниями осуществляется краткосрочное использование активов, при этом долгосрочное инвестирование резко снижается. Большая часть выкупов производится за счет заемных средств, что повышает риски компании. К положительным результатам выкупа акций можно отнести рост стоимости акций вследствие снижения их числа в обращении; при возможном снижении чистой прибыли компании в условиях неопределенности и риска и отказе от выплаты дивидендов реакция рынка не будет слишком негативной, так как число акционеров после выкупа акций уменьшится.

## **МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ**

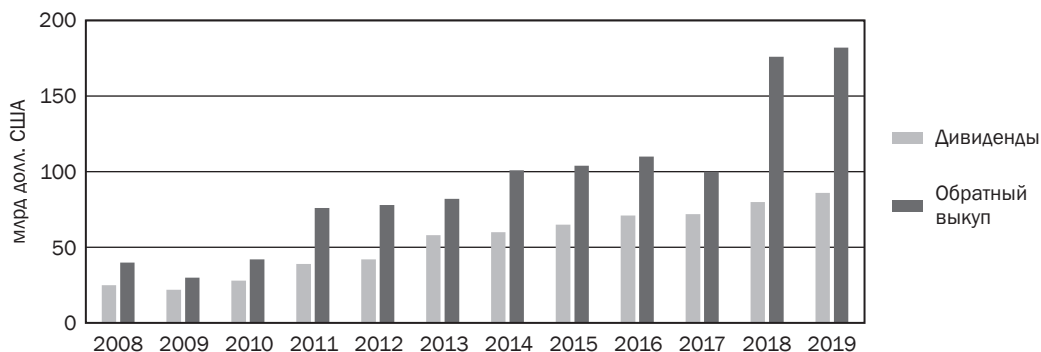
### **Описание выборки**

Для исследования политики выплат инвесторам были использованы ежегодные данные, содержащие информацию о дивидендной политике и результатах деятельности американских нефинансовых компаний за период 2008–2019 гг. Основная часть данных была взята из базы Thomson Reuters и ежегодной финансовой отчетности компаний, тип — панельные данные по нефинансовым компаниям США. В финальную выборку вошли данные по 121 компании ведущих отраслей экономики США (промышленный, потребительский, сырьевой и энергетический секторы), и она может быть использована для проведения фундаментального исследования влияния последствий налогового реформирования. Анализ ключевых компаний позволяет наиболее корректно определить тренды в дивидендной политике и их изменение под влиянием внешних факторов. Регрессионному анализу предшествовал описательный анализ данных. Дескриптивная статистика позволяет сделать первоначальные выводы о политике выплат компаний и сформулировать гипотезы для эмпирического исследования.

На графике (рис. 1) представлены совокупные выплаты инвесторам в рассматриваемый период. Следует отметить, что обратный выкуп акций в начале периода уже превышал величину дивидендных выплат, оба механизма осуществления политики выплат имели тенденцию роста. Для данной выборки компаний в 2018 г. наблюдается резкий рост затрат на выкуп акций, что соответствует периоду завершения налоговой реформы. Кроме того, на протяжении всего периода рост затрат на дивидендные выплаты является незначительным, но стабильным.

Рисунок 1

**Динамика выплат инвесторам, 2008–2019 гг. / Dynamics of payments to investors, 2008–2019**



Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (<https://eikon.thomsonreuters.com/>).

В табл. 1 рассчитаны затраты компаний на выплаты инвесторам. Необходимо подчеркнуть, что для компаний большая доля затрат приходится на период проведения налоговой реформы. Это может говорить о том, что связь бонусов с EPS не используется для манипуляции в целях личной выгоды менеджеров и компании не упускают инвестиционные возможности. Для компаний, у которых выявлена связь бонусов с доходом на акцию (EPS), доля дивидендных выплат преобладает над выкупом акций, что может подтверждать, что зависимость от EPS не приводит к высоким затратам на выкуп акций. Доля обратного выкупа после реализации реформы повышается, и в следующем году прослеживается тенденция снижения дивидендных выплат.

Таблица 1

**Распределение затрат компаний относительно зависимости бонусов от EPS / Distribution of companies' costs in relation to the dependence of bonuses on EPS**

Зависимость бонусов от EPS	Число компаний, %	Дивиденды, % от выплат			Обратный выкуп акций, % от выплат			Выплаты инвесторам, % от общих затрат			Инвестиции, % от общих затрат		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Есть зависимость	54	34	25	25	22	29	31	56	64	66	44	36	34
Зависимость отсутствует	46	24	21	22	20	25	22	43	55	58	57	45	42

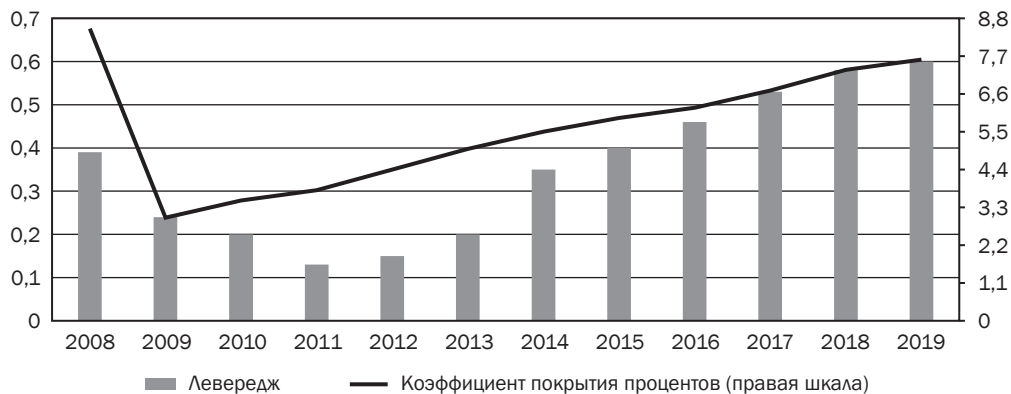
Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (<https://eikon.thomsonreuters.com/>).

Как представлено на рис. 2, величина леввереджа имеет тенденцию к росту, что сигнализирует о возможных финансовых сложностях в будущем. Резкий рост леввереджа можно связать с рядом фактов, например, компании могли использовать низкие процентные ставки для оптимизации своих балансов. Несмотря на ограниченный вычет процентных

расходов в рамках реализации Налоговой реформы 2017 г., уровень долга продолжил рост после 2017 г., что может быть связано с неопределенностью последствий реформы в долгосрочной перспективе и возможным возвратом к прежним условиям.

Рисунок 2

**Характеристика долговой нагрузки компаний США, 2008–2019 гг. / Characteristics of the debt burden of the US companies, 2008–2019**

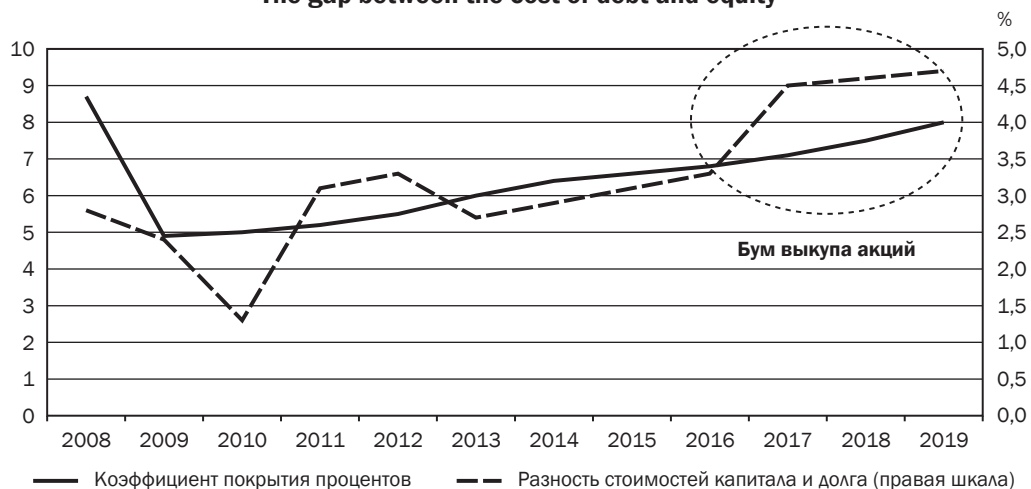


Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (<https://eikon.thomsonreuters.com/>).

График (рис. 3) показывает, что разность стоимости капитала и долга резко возросла, что и вызвало рекордные затраты на выкуп акций. Данное явление объясняется тем, что процентные ставки по долговым обязательствам были снижены, следовательно, компании в большей степени начали привлекать заемные средства, которые были направлены на выплаты инвесторам с помощью выкупа акций. Кроме того, увеличение долговой нагрузки по сравнению с наращиванием собственного капитала является менее рискованным мероприятием для менеджеров компании, так как выплата процентов более прогнозируема по сравнению с выплатой дивидендов.

Рисунок 3

**Разрыв между стоимостью долга и капитала / The gap between the cost of debt and equity**



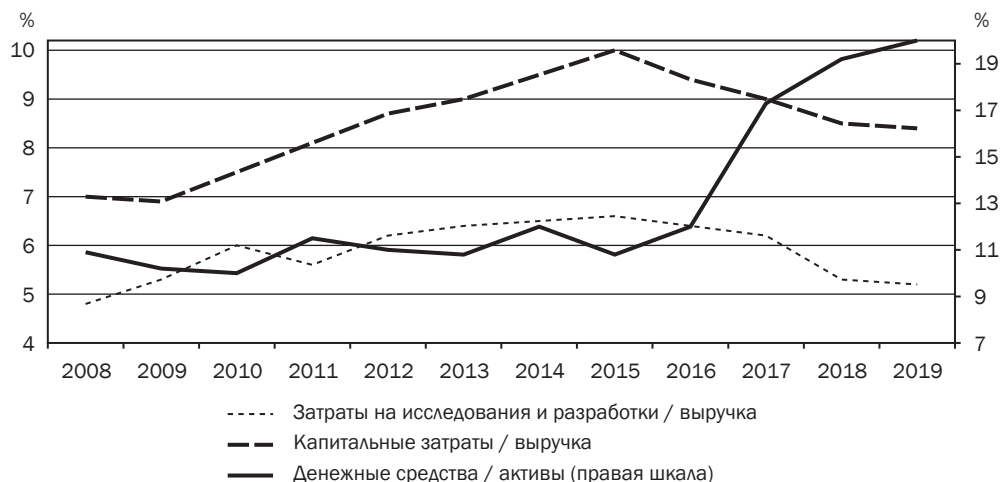
Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (<https://eikon.thomsonreuters.com/>).



Диаграмма (рис. 4) оценивает величину денежных средств на балансе компаний. На протяжении всего периода наблюдается долгосрочный рост денежных средств, скорректированных на величину активов. Инвестиционные вложения в развитие и расширение компаний после 2015 г. имеют тенденцию к продолжительному снижению, что потенциально может быть следствием финансирования обратного выкупа акций за счет уменьшения инвестирования в проекты.

Рисунок 4

**Характеристика инвестиционного потенциала и свободных денежных средств компаний, 2008–2019 гг. / Characteristics of the investment potential and free funds of companies, 2008–2019**



Источник: составлено авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: compiled by the authors from Thomson Reuters database (<https://eikon.thomsonreuters.com/>).

## ПОСТРОЕНИЕ РЕГРЕССИОННЫХ МОДЕЛЕЙ

Для выявления факторов, оказывающих влияние на выбор политики выплаты дивидендов, были построены две регрессионные модели: регрессии со случайными и с фиксированными эффектами. На основе панельных данных базы данных Thomson Reuters Eikon и ежегодной финансовой отчетности нефинансовых компаний авторы анализируют дивидендную политику компаний за период 2008–2019 гг.

Для эмпирической проверки зависимости дивидендных выплат был использован регрессионный анализ панельных данных с использованием статистического пакета STATA. В качестве зависимых переменных были определены варианты выплат инвесторам: обратный выкуп акций и денежные дивидендные выплаты. Ввиду сложности сбора данных о выкупе акций зависимые переменные представлены как ежегодные затраты (в долларах США) компаний на обратный выкуп и дивидендные выплаты. Зависимые переменные были прологарифмированы, таким образом, в выборку вошли компании только с положительными выплатами инвесторам.

Объясняющие переменные для исследования возрастающей роли выкупа акций включают: связь показателя EPS с вознаграждениями менеджеров, величину финансового рычага компаний, величину чистой прибыли, ROIC (%), WACC (%), данные об инвестиционных вложениях (R&D, CAPEX), избыточную доходность акций (MAR), разность стоимости капитала и долга.

В качестве контрольных переменных использованы: размер компании, денежные средства на балансе компании, MV/BV, P/E, коэффициент покрытия процентов (Coverage ratio).

В ходе регрессионного анализа на основе первоначальных выводов описательной статистики данных были сформулированы следующие гипотезы:

**H1:** в компаниях, в которых компенсационные выплаты менеджерам привязаны к EPS, затраты на выкуп акций больше, чем в компаниях с традиционными компенсационными пакетами.

**H2:** затраты на обратный выкуп акций выше у компаний, которые меньше реинвестируют в бизнес.

**H3:** компании с нестабильной прибылью выплачивают большую долю инвесторам при обратном выкупе акций (и меньшую в виде дивидендов), чем компании с более предсказуемой прибылью.

**H4:** чем сильнее недооценена компания, тем выше ее затраты на обратный выкуп акций.

**H5:** налоговая реформа 2017 г. значительно повлияла на решения компаний об увеличении выкупа акций.

**H6:** затраты на обратный выкуп акций больше у компаний с уровнем долговой нагрузки выше среднего по отрасли.

С целью проверки гипотезы 1 — о мотивации выбора обратного выкупа акций, обусловленного компенсационными выплатами менеджерам, — в регрессионную модель была включена дамми-переменная, принимающая значение 1, если выплаты менеджеров основаны на показателе EPS, и 0, если связь отсутствует.

С целью проверки гипотезы 2 — о сокращении инвестиций в бизнес компаний, которые увеличили обратный выкуп акций, — в модель была включена переменная, характеризующая затраты на поддержку инициатив роста: капиталовложения (CAPEX) и затраты на исследования и разработки (R&D). Данные показатели измеряют уровень инвестиций, направляемых компаниями на дальнейшее развитие и расширение бизнеса.

Гипотеза 3 тестирует одну из возможных причин выбора выкупа акций для выплат инвесторам и определяет гибкость управленческих решений. Для проверки гипотезы была введена дамми-переменная, характеризующая динамику изменения прибыли. Значение 1 было присвоено тем компаниям, у которых наблюдался временный рост прибыли, то есть после изменения прибыли в течение следующего года наблюдалось ее снижение, значение 0 — в случае, если снижения прибыли не было.

Согласно выдвинутой гипотезе 4, мотивацией для обратного выкупа акций может являться недооценка акций компаний, которые используют данный способ выплат. Для оценки этого явления при выборе политики выплат инвесторам в модели используется переменная MAR (рыночная скорректированная доходность), которая рассчитана как общая доходность акций компании относительно доходности всего рынка. Если избыточная доходность положительна, то переменная равна 1, и 0 — в противоположном случае.

Для исследования эффекта от налоговой реформы 2017 г. (согласно выдвинутой гипотезе 5) в модель была добавлена дамми-переменная года реформы, с помощью которой удастся оценить ее значимость при выборе политики выплат инвесторам.

Для проверки гипотезы 6 в регрессионную модель была включена переменная леведреджа (финансового рычага). Данная величина равна отношению заемных средств к собственному капиталу. Для компаний показатель был скорректирован относительно медианного значения сектора, к которому относится компания. В качестве прокси-переменных для оценки риска компаний были использованы два коэффициента. Первый коэффициент — разность стоимостей капитала и долга, который показывает, насколько привлечение собственного капитала в качестве источника финансирования обходится дороже использования заемного капитала, и определяет стимул выкупа акций с использованием заемного капитала. Второй коэффициент — коэффициент покрытия процентов, который оценивает общую долговую нагрузку компаний и возможный риск дефолта.

В качестве переменной, характеризующей инвестиционный потенциал компаний, в модель был включен показатель P/E, определяемый как отношение рыночной цены акции к прибыли на акцию. Показатель используется для оценки инвестиционной привлекательности компании и характеризует потенциальные возможности ее роста.

Переменная «денежные средства» — это мера излишка денежных средств у компании, что может являться мотивацией их распределения среди акционеров. Переменная определена как доля денежных средств на балансе компании в общей величине активов. Размер компании определяется прокси-переменной в виде логарифма активов компании. Чем больше значение данной переменной, тем выше конкурентоспособность компании, более прибыльна ее деятельность — следовательно, компания может выплачивать повышенные дивиденды и осуществлять выкуп акций. Соотношение рыночной и балансовой стоимости (MV/BV) также включено в модель для характеристики компании с точки зрения инвестиционных возможностей. Предполагается, что компании с низкой величиной данного соотношения недооценены и их затраты на обратный выкуп акций будут больше.

Для проверки устойчивости знаков выборка была разделена на зрелые и растущие компании. Данное разделение основано на характеристиках зрелых компаний, а именно на предположении о том, что темп роста выручки зрелых компаний приближается к номинальному темпу роста экономики. Стоит отметить тот факт, что зрелые компании не обязательно являются крупными корпорациями. Дополнительным вопросом исследования является рассмотрение влияния степени зрелости компании на принятие решения о выкупе акций или выплате дивидендов.

### АНАЛИЗ МОДЕЛИ, ОБЪЯСНЯЮЩЕЙ МОТИВЫ ВЫБОРА ПОЛИТИКИ ВЫПЛАТ

В ходе регрессионного анализа были протестированы гипотезы о мотивах, которыми руководствуются компании, принимая решение о способе распределения выплат инвесторам. По результатам проверки качества моделей с фиксированными и случайными эффектами была выбрана итоговая модель, объясняющая мотивы выбора политики выплат. Модель с фиксированными эффектами больше всего подходит для проверки выбранных гипотез.

Таблица 2

#### Коэффициенты регрессионной модели с фиксированными эффектами / Regression models with fixed effects

Зависимая переменная Ln (сумма выплат)	Коэффициенты регрессии с фиксированными эффектами для компаний			
	Значения коэффициентов регрессии до проведения налоговой реформы		Значения коэффициентов регрессии после проведения налоговой реформы	
	Дивиденды	Обратный выкуп	Дивиденды	Обратный выкуп
Связь бонусов с EPS	-0.02024	0.342	-0.03002	0.461
Временный рост прибыли	0.114	0.761**	0.072028	1.520***
Скорректированный относительно отрасли левередж	-0.0152*	-0.00697**	-0.0113231*	-0.0267*
MAR	0.0152	0.0216**	-0.00356	0.0307**
(CAPEX+R&D)/Sales	0.0022262	-0.0217***	0.0021912	-0.0218**
ROIC-WACC	-0.2957876	-0.207**	0.418	-0.217**
P/E	0.0000288	-0.000311	.0000295	-0.0023
Налоговая реформа	-	-	0.048**	0.160***
Coverage ratio	0.0002005	0.000265*	-0.00019	0.0002599**
Разница стоимостей капитала и долга	-0.0173*	0.0272**	-0.0127*	0.0520**
MV/BV	0.0140865*	-0.0130*	0.0148*	-0.016**

Зависимая переменная Ln (сумма выплат)	Коэффициенты регрессии с фиксированными эффектами для компаний			
	Значения коэффициентов регрессии до проведения налоговой реформы		Значения коэффициентов регрессии после проведения налоговой реформы	
	Дивиденды	Обратный выкуп	Дивиденды	Обратный выкуп
Cash/Assets	0.0015171	0.00414**	0.0015**	0.0040657 **
Ln (Assets)	0.1418891**	0.284**	0.13059***	0.2654**
Константа	5.933***	9.668***	6.193***	10.098***
Количество наблюдений	1426	1444	1426	1444
Эффекты компании	+	+	+	+
R <sup>2</sup>	0.031	0.032	0.068	0.037

Примечание: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

Источник: рассчитано авторами по данным базы данных Thomson Reuters / Source: calculated by the authors from Thomson Reuters database (<https://eikon.thomsonreuters.com/>).

В табл. 3 представлены характеристики и значения параметров регрессионной модели.

Таблица 3

**Характеристика переменных для регрессионного анализа /  
Characteristics of variables for regression analysis**

Переменная	Вид	Значения
Связь бонусов с EPS (CAPEX+R&D)/Sales	Дамми-переменная	1 – связь присутствует, 0 – отсутствует
Гибкость выкупа акций	Дамми-переменная	1 – после изменения прибыли в течение следующего года наблюдалось снижение; 0 – снижения не было
MAR (рыночная скорректированная доходность)	Дамми-переменная	1 – избыточная доходность положительна; 0 – в противоположном случае
Продуктивность инвестированного капитала	Дамми-переменная	1 – если ROIC > WACC; 0 – в ином случае
Налоговая реформа	Дамми-переменная	1 – 2017 г., 0 – остальные
Лeverедж, скорректированный относительно медианного значения сектора	Числовая переменная	Разность лeverеджа компании и сектора
Разность стоимостей капитала и долга	Числовая переменная	Cost of equity – Cost of debt
Коэффициент покрытия процентов	Числовая переменная	Отношение операционного дохода к процентным расходам
P/E	Числовая переменная	Отношение рыночной цены акции и прибыли на акцию
Отношение денежных средств к активам	Числовая переменная	Величина средств на балансе (долл. США)/ Активы
Логарифм активов компаний	Числовая переменная	Величина активов, долл. США
MV/BV	Числовая переменная	Соотношение рыночной к балансовой стоимости

Источник: составлено авторами / Source: compiled by the authors.

В результате тестирования гипотезы о гибкости обратного выкупа акций был получен результат, подтверждающий тот факт, что компании выбирают данный механизм выплат инвесторам по причине временного увеличения показателя чистой прибыли. При нестабильном росте прибыли компании предпочитают увеличить затраты на выкуп акций. Кроме того, дамми-переменная года реализации налоговой реформы также значима и положительно влияет как на дивидендные выплаты, так и на обратный выкуп акций. Но коэффициент в модели с зависимой переменной затрат на выкуп акций значительно больше, чем в модели дивидендных выплат. Следовательно, реализация налоговой реформы в виде снижения корпоративного налога для компаний способствовала распределению

свободных денежных средств на выплаты акционерам. В то же время общая нестабильная экономическая ситуация привела к тому, что многие компании предпочли выкуп акций возможному повышению дивидендов в будущем.

С целью проверки эффективности программ обратного выкупа, а именно: является ли мотивация менеджеров относительно выкупа акций обоснованной, было получено, что переменная зависимости бонусов менеджеров от EPS в моделях незначима. В модели для дивидендных выплат коэффициент демонстрирует отрицательную зависимость, а для обратного выкупа — положительную. Таким образом, можно сделать вывод о том, что связь компенсационных выплат с показателем EPS для данной выборки компаний не влияет на выбор политики выплат. Знаки перед коэффициентами говорят о степени развития корпоративного управления в компании.

Во избежание нежелательных манипуляций с EPS необходимо повышать требования к раскрытию информации о выкупе акций. Также важно учесть, что при выборе компании инвесторы руководствуются в том числе инсайдерской информацией, следовательно, компания должна обеспечивать положительное мнение инвесторов и соответствовать их ожиданиям.

Следующая гипотеза о финансировании затрат на выкуп акций за счет сокращения инвестиционных вложений подтвердилась, а именно: связь между затратами на обратный выкуп и величиной затрат на дальнейшее развитие бизнеса отрицательная. Также необходимо обратить внимание на значимость дамми-переменной, определяющей производительность (*Productivity*) инвестированного капитала. Полученные результаты объясняют, по какой причине налоговая реформа инициировала обратный выкуп, а не увеличение инвестиций. Предоставление компаниям большего количества наличных средств приводит к дополнительным инвестициям и росту только в том случае, если у компаний будут выгодные инвестиционные возможности.

Что касается вопроса долговой нагрузки, то коэффициент леввереджа, скорректированного с учетом сектора деятельности компании, значим в обеих моделях, при этом в модели с зависимой переменной затрат на выкуп акций коэффициент принимает отрицательное значение. Данный результат не подтверждает гипотезу о том, что при увеличении затрат на выкуп акций компании привлекают внешнее финансирование, что может привести к финансовым трудностям. Таким образом, предположение о том, что механизм обратного выкупа увеличивает долговую нагрузку до критического уровня, является недостаточно обоснованным. Отрицательный знак для выплаты дивидендов также объясняется тем, что высокий уровень леввереджа может потребовать от компаний большую долю денежных средств на балансе.

В дополнение отметим, что коэффициенты регрессоров, характеризующие, насколько обременительна долговая нагрузка и каков риск финансовых трудностей компании, являются значимыми. Коэффициент регрессора покрытия процентов положителен. С помощью данного коэффициента компании контролируют уровень долговой нагрузки и финансирование за счет привлечения внешних источников. Оценка коэффициента перед регрессором разницы между стоимостью капитала и стоимостью долга для модели выкупа акций значима и имеет положительную связь с затратами на выкуп акций. Данный результат подтверждает гибкость модели выкупа акций. В модели для дивидендов отмечается обратная зависимость между показателем разности стоимости капитала и долга и затратами на выкуп акций, так как при увеличении долговой нагрузки компания в первую очередь погашает долговые обязательства, что резко снижает возможности выплаты дивидендов.

Контрольные переменные (размер компании и излишки денежных средств) значимы в обеих регрессионных моделях, следовательно, чем больше эти показатели, тем больше выплат инвесторам осуществляется посредством выкупа акций. В модели для дивидендных

выплат размер компании также значим и имеет положительное значение коэффициента, а это свидетельствует о том, что крупные компании выплачивают более высокие дивиденды. Кроме того, данный результат согласуется с тем, что излишек денежных средств на балансе компании возникает по причине того, что ее инвестиционные возможности ограничены. Контрольная переменная соотношения рыночной и балансовой стоимости также подтверждает, что при сокращении инвестиционного потенциала компания направляет денежные средства на выплаты акционерам.

Таблица 4

**Коэффициенты регрессионной модели  
с фиксированными эффектами после разделения выборки /  
Regression models with fixed effects after sample splitting**

Зависимая переменная Ln (сумма выплат)	Коэффициенты регрессии с фиксированными эффектами для компаний			
	Зрелые компании		Растущие компании	
	Дивиденды	Обратный выкуп	Дивиденды	Обратный выкуп
Связь бонусов с EPS	-0.187	0.265	-0.157	0.161
Временный рост прибыли	1.073	1.772**	1.117	1.520***
Скорректированный относительно отрасли левередж	-0.0152	-0.0116**	-0.00356	-0.0267*
MAR	0.0152	0.0216**	0.00356	0.0327*
(CAPEX+R&D)/Sales	0.0275	-0.22193 ***	0.0102	0.1222**
ROIC-WACC	0.513	-0.250**	0.418	0.0385**
P/E	0.001395*	-0.0002463*	0.0079*	0.0013945
Налоговая реформа	0.0247**	0.1685***	0.048**	0.145**
Coverage ratio	4.20e-05	0.000476*	1.52e-05	0.000781
Разница стоимостей капитала и долга	-0.0173	0.0872**	-0.0117*	0.0520**
MV/BV	0.01645*	-0.324*	0.0126199	-0.304*
Cash/Assets	0.00294	0.0004285**	0.00595***	0.000374*
Ln (Assets)	0.299	0.404***	0.136*	0.306**
Константа	12.26***	9.550***	5.013***	3.608***
Эффекты компании	+	+	+	+
Количество наблюдений	738	738	728	706
R <sup>2</sup>	0.031	0.032	0.068	0.037

Примечание: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ .

Источник: составлено авторами / Source: compiled by the authors.

После разделения выборки на основе жизненного цикла компаний можно заметить, что большинство знаков устойчивы (см. табл. 4). Кроме того, именно зрелые компании сокращают реинвестирование в бизнес по причине отсутствия привлекательных инвестиционных возможностей и низкой производительности инвестированного капитала, а растущие компании сохраняют положительную зависимость между затратами на обратный выкуп и инвестициями. Следовательно, одним из эффективных способов распределения выплат среди инвесторов является обратный выкуп акций, который перенаправляет денежные средства с низкодоходного на перспективный бизнес, что в итоге будет способствовать росту экономики.

Таким образом, опасения, основанные на том, что руководство компаний реализует программы неэффективного обратного выкупа, не подтвердились. Исходя из полученных результатов можно сделать вывод, что возрастающая роль обратного выкупа акций как способа выплат инвесторам не наносит ущерба компании в долгосрочной перспективе.

В табл. 5 представлены итоги тестирования гипотез.

**Результаты проверки гипотез исследования /  
Results of the hypothesis testing**

Гипотеза	Подтверждение гипотезы
Гипотеза о манипуляциях менеджеров, использующих выкуп акций	–
Гипотеза о сокращении инвестиционных вложений	+
Гипотеза о гибкости выкупа акций	+
Гипотеза о недооцененности компаний	+
Гипотеза об эффекте от налоговой реформы 2017 г.	+
Гипотеза о финансовых рисках при увеличении долговой нагрузки	–

Источник: составлено авторами / Source: compiled by the authors.

При выборе политики выплат инвесторам менеджеры компаний первоначально оценивают альтернативные способы распределения избыточных денежных средств и рыночные инвестиционные возможности. При отсутствии перспективных инвестиционных проектов и возможностей получить дополнительный доход может быть принято решение о выкупе акций. По итогам исследования бонусы менеджеров, которые связаны с показателем EPS, не являются мотивом для обратного выкупа акций, поскольку при эффективной политике корпоративного управления усилия руководства сосредоточены на создании будущей долгосрочной стоимости. В дополнение следует отметить, что если выбор политики выплат сконцентрирован на достижении краткосрочного целевого показателя EPS, то инвесторы не стремятся инвестировать в такой тип компаний. Что касается налоговой реформы 2017 г., то она инициировала рекордные затраты на выкуп акций. После снижения ставки корпоративного налога компании получили дополнительные средства от экономии налоговых платежей, которые были выплачены инвесторам, в том числе через выкуп акций. Инвесторы, в свою очередь, смогли использовать полученные средства для инвестиций в растущие инвестиционно привлекательные компании.

Дополнительным важным выводом является то, что преимущественный выбор политики выплат в пользу выкупа акций способствует движению капитала от зрелых компаний с низкими доходностями инвестиций к растущим компаниям, что может способствовать положительным изменениям в экономике США в долгосрочной перспективе.

Наши выводы частично согласуются с существующими исследованиями [Wesson N. et al., 2018; Lazonick W., 2016, 2020; DeAngelo H. et al., 2002; Franc-Dąbrowska J., Mađra-Sawicka M., 2020; Tran Q. T. et al., 2017]. По итогам исследования определены мотивы руководства относительно выкупа акций и выявлены положительные аспекты выкупа акций по сравнению с выплатой дивидендов.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Возрастающая роль обратного выкупа акций на фоне стабильных дивидендных выплат объясняется различными причинами и имеет разные последствия. Взгляды на выкуп акций зависят от того, как компании действуют при выборе политики выплат, каковы мотивы менеджеров и как инвесторы оценивают акции компаний.

Предположение о том, что обратные выкупы обусловлены краткосрочными интересами, усиливается, если компенсация менеджеров компании соотносится с показателем EPS. В то же время полученные результаты регрессионного анализа сигнализируют о том, что менеджеры ставят краткосрочную выгоду выше долгосрочного роста стоимости компаний.

Компании, которые преимущественно выбирают обратный выкуп акций для выплат, обладают всеми необходимыми ресурсами — разумным уровнем долга, необходимой

величиной прибыли и сформированным корпоративным управлением. Следовательно, в условиях экономического спада компании смогут справиться со сложившейся ситуацией и продолжать стабильное функционирование.

Тенденция снижения инвестиционных вложений компаний вызвала массу споров относительно негативного эффекта от рекордных затрат на выкуп акций. Однако в ходе предпринятого нами исследования было получено доказательство того, что компании не упускают возможности роста, а сокращение обусловлено низким уровнем рентабельности инвестированного капитала и отсутствием привлекательных инвестиционных альтернатив. Компании реализуют все выгодные инвестиционные проекты, учитывая текущую экономическую ситуацию, а чрезмерное инвестирование не приведет к генерированию дополнительной прибыли и снизит вероятность рециркуляции капитала внутри экономики от зрелых компаний к растущим.

Следующим преимущественным мотивом выбора обратного выкупа акций вместо увеличения затрат на дивиденды является гибкость политики выкупа. В ходе данной работы было доказано, что при нестабильном уровне прибыли руководство компании принимает решение о выплате в формате выкупа. Компании воздерживаются от повышения дивидендов во избежание негативной реакции рынка при их возможном снижении в будущем.

Налоговая реформа 2017 г. инициировала бум выплат инвесторам в форме обратного выкупа акций, что подтверждает гибкость данного инструмента. Снижение ставки корпоративного налога для компаний способствовало появлению дополнительного количества свободных денежных средств, которые компании в большей доле распределили среди инвесторов, а не направили на инвестиции. Оправданность данных действий была подтверждена в ходе регрессионного анализа. Важным следствием реализации реформы являются растущие затраты на выкуп акций.

Результаты данного исследования демонстрируют переход от политики выплат дивидендов к политике выкупа акций у существующих акционеров. В то же время преимущественный выбор обратного выкупа акций не стал катализатором долгосрочного и устойчивого роста экономики. Для поддержания долгосрочного роста необходимо обеспечить смягчение нормативных и других барьеров, препятствующих перераспределению капитала.

Можно предположить, что современный этап экономического развития США является неким экономическим переходом от инвестирования в традиционные секторы к инвестированию в инновационные, информационные секторы. Налоговые новации, равно как и существующие правила регулирования, создают благоприятные возможности для роста инвестирования в перспективные направления экономики, усиления роли фондовых рынков и, возможно, даже роста спекулятивного капитала, еще больше усиливающего роль экономики США на мировой экономической арене.

Благодаря выплатам инвесторам в форме выкупа акций происходит рециркуляция капитала, изменение объема функционирующего капитала, что должно оказывать влияние на экономическую систему. Однако последствия налоговой реформы США по-разному оцениваются экспертами. Так, аналитики Barclays предположили, что «уровень инвестиций по-прежнему слишком низок, чтобы ускорить экономику в долгосрочной перспективе». Прогноз Бюджетного управления конгресса (СВО) относительно перспектив экономического роста также не слишком оптимистичен: «К 2028 г. только выплаты по процентам увеличатся до 915 млрд долл. США, что будет равно 13 % всех расходов и 3,1 % ВВП. В результате через десять лет процентные расходы могут превысить все прочие необоронные траты бюджета»<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Что дала налоговая реформа в США // Ведомости, январь 2019 г.



Обсудим применимость выводов исследования для российского фондового рынка. При анализе российского фондового рынка можно отметить, что практика выкупа акций как форма выплаты дивидендов является актуальной. Компании даже при отрицательных финансовых результатах могут продолжить практику выплаты дивидендов и активного выкупа акций, что будет связано со стратегией, проводимой собственниками бизнеса (крупные российские компании характеризуются высокой концентрацией акционерного капитала и высокой долей государственного участия в капитале). В ситуации недооценки акций российских компаний практика выкупа акций стала востребована начиная с кризиса 2008 г. Активный выкуп акций позволил сохранить структуру собственности, увеличить объем функционирующего капитала, перераспределить средства финансовой системы. Следует предположить, что для российских компаний, как и в случае американского рынка, при временном росте чистой прибыли компании совет директоров предпочтет направить свободные денежные средства на обратный выкуп акций, нежели на дивидендные выплаты.

Построение дивидендной политики для российских компаний на основе показателя EPS в настоящее время так и не получило распространения, соответственно, для них сложно сделать вывод о взаимосвязи высокого показателя EPS, зависимых от данного показателя бонусов и роста числа выкупов акций вместо выплаты дивидендов. В отличие от американской практики в России прибыль на акцию учитывается при оценке эффективности деятельности совета директоров как второстепенный показатель (зачастую используются количественные показатели — выручка, чистая прибыль и т. д.). В то же время информация о взаимосвязи бонусов российских менеджеров и показателя EPS также является закрытой, что не дает возможности провести комплексное исследование.

По поводу налога на дивиденды российских компаний и влияния налоговой реформы 2005 г., в результате которой налог на дивиденды для российских компаний стал 13 %, а для иностранных компаний — 15 %, можно отметить следующее. После проведения налоговой реформы и увеличения налога на дивиденды практика выкупа акций среди российских инвесторов получает дополнительные преимущества. Это частично подтверждает теорию клиентуры и обосновывает необходимость рассмотрения выкупа акций как инструмента перераспределения прибыли. В рамках реализации программы выкупа менеджеры могут получать вознаграждение в виде акций компании. Соответственно, топ-менеджмент должен приложить максимум усилий для увеличения эффективности компании и роста стоимости акций.

В то же время есть ряд особенностей, которые необходимо принять во внимание для российской практики. Российские инвесторы не имеют такого сформированного годами опыта реинвестирования, как американские, экономика России более волатильна и зависима от мировых тенденций, и получение дивидендов воспринимается как более предсказуемый инструмент политики. Объем выкупа должен зависеть от инвестиционных возможностей компании. Есть сектора экономики, где не требуются крупные инвестиции (например, компании пищевой промышленности, ретейла), выкуп акций в таких компаниях не имеет высокой ценности. Выкуп акций в российском бизнесе имеет смысл только тогда, когда акции недооценены рынком. В противном случае он может оказать негативное влияние на развитие компаний.

В целом можно утверждать, что при выборе между дивидендами и обратным выкупом акций для компании, которая имеет свободные денежные средства, важным аспектом (как для российских, так и для американских компаний) является необходимость сглаживания дивидендов. Совет директоров, менеджеры компаний при принятии решений о политике выплат инвесторам учитывают и их налоговые предпочтения.

По результатам проведенного исследования возможно предложить следующий подход: при отсутствии перспектив роста компании, при справедливой оценке ее акций на фондовом рынке ей целесообразно реализовывать политику дивидендных выплат; при недооценности акций со стороны инвесторов, при высокой волатильности прибыли компании выкуп акций будет приоритетным направлением политики выплат инвесторам.

### Список источников / References

- Новак А. Е., Силкина О. С., Хвостова И. Е. Эмпирический анализ дивидендной политики государственных и частных компаний в России // *Финансы: теория и практика*. 2018. Т. 22. № 5. С. 90–104. URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-5-90-104> / Novak A.E., Silkina O.S., Khvostova I.E. (2018). Empirical Analysis of Dividend Policy of Public and Private Companies in Russia. *Finansy: teoriya i praktika – Finance: Theory and Practice*, vol. 22, no. 5 (107), pp. 90–104 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-5-90-104>.
- Bildik R., Fatemi A. (2009). Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence. *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, iss. 3, pp. 662–677. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.008>.
- Brav A. et al. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, vol. 77 (3), pp. 483–527. Available at: <https://doi.org/10.2139/ssrn.571046>.
- Brennan M.J., Thakor A.V. (1990). Shareholder Preferences and Dividend Policy. *The Journal of Finance*, vol. 45, iss. 4, pp. 993–1018. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02424.x>.
- Breuer W., Rieger O., Soyapak C.K. (2014). The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy a Cross-Country Analysis. *Journal of Banking & Finance*, vol. 42, pp. 247–265. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.001>.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2002). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.318562>.
- Driver C., Grosman A., Scaramozzino P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic Modelling*, vol. 89, pp. 559–576. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.016>.
- Eije H., Megginson W. (2008). Dividend and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, vol. 89, iss. 2, pp. 347–374. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002>.
- Felimban R., Floros C., Nguyen A.N. (2018). The impact of dividend announcements on share price and trading volume: Empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Journal of Economic Studies*, vol. 45, no. 2, pp. 210–230. Available at: <http://dx.doi.org/10.1108/JES-03-2017-0069>.
- Fenn J., Liang N. (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, vol. 60, iss. 1, pp. 45–72. Available at: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00039-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00039-3).
- Franc-Dąbrowska J., Madra-Sawicka M. (2020). Determinants of dividend payout decisions – the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic Research – Ekonomska Istraživanja*, vol. 33, iss. 1, pp. 1108–1129. Available at: <http://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2019.1631201>.
- Geiler P., Renneboog L. (2015). Taxes, earnings payout, and payout channel choice. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 37, pp. 178–203. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2015.01.005>.
- Geiler P., Renneboog L. (2016). Executive remuneration and the payout decision. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 24 (1), pp. 42–63.
- Grullon G., Ikenberry D.L. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, iss. 1, pp. 31–51. Available at: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040.x>.
- Grullon G., Michaely R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 57, iss. 4, pp. 1649–1684. Available at: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00474>.
- Jensen M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, vol. 76 (2), pp. 323–329.
- Lazonick W. (2016). How Stock Buybacks Make Americans Vulnerable to Globalization. Working Paper, East-West Center Workshop on Mega-Regionalism – New Challenges for Trade and Innovation. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2745387>.
- Lazonick W., Sakiç M., Hopkins M. (2020). Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy. Available at: <https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy>.
- Marquardt M. (2007). Globalization: Fight it, or embrace and purify it? *Human Resource Development Quarterly*, vol. 18, iss. 3, pp. 285–291. Available at: <http://dx.doi.org/10.1002/hrdq.1205>.
- Miller M.H., Modigliani F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, vol. 34, no. 4, pp. 411–433. Available at: <http://dx.doi.org/10.1086/294442>.
- Singh N.P., Tandon A. (2019). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, vol. 15 (1–2), pp. 7–15. Available at: <https://doi.org/10.1177/2319510X19825729>.

Teplova T.V., Shagaleeva G.B. (2010). Dividend policy of companies on emerging markets. New Bulgarian University. Academia, Sofia.

Tran Q.T., Alphonse P., Nguyen X.M. (2017). Dividend policy: shareholder rights and creditor rights under the impact of the global financial crisis. *Economic Modelling*, vol. 64, pp. 502–512. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.03.010>.

Wesson N., Smit E.v.d.M., Kidd M. et al. (2018). Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments. *Research in International Business and Finance*, vol. 45, pp. 180–196. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.150>.

Yang J., Chi J., Young M. (2011). A review of corporate governance in China. *Asian Pacific Economic Literature*, vol. 25, iss. 1, pp. 15–28. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8411.2011.01283.x>.

### **Информация об авторах**

**Варвара Вадимовна Назарова**, кандидат экономических наук, доцент Департамента финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург

**Анастасия Александровна Иванова**, исследователь Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Санкт-Петербург

### **Information about the authors**

**Varvara V. Nazarova**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Finance Department, Saint Petersburg School of Economics and Management, National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg

**Anastasia A. Ivanova**, Researcher, National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg

Статья поступила в редакцию 13.07.2021

Одобрена после рецензирования 24.12.2021

Принята к публикации 04.02.2022

Article submitted July 13, 2021

Approved after reviewing December 24, 2021

Accepted for publication February 4, 2022