

**АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ, ДЛИНЫ ЦЕПОЧКИ СОБСТВЕННИКОВ И ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ****Елена Анатольевна ФЕДОРОВА<sup>а\*</sup>, Филипп Артурович ПЕТРОСЯН<sup>б</sup>**

<sup>а</sup> доктор экономических наук, профессор департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация  
ecolena@mail.ru  
ORCID: отсутствует  
SPIN-код: 7520-2160

<sup>б</sup> студент департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация  
berberus999@gmail.com  
ORCID: отсутствует  
SPIN-код: отсутствует

\* Ответственный автор

**История статьи:**

Получена 20.07.2017  
Получена в доработанном виде 31.10.2017  
Одобрена 22.12.2017  
Доступна онлайн 27.02.2018

УДК 336.781.25

JEL: G35

**Ключевые слова:**

дивидендная политика, цепочка собственников, государственная собственность, размер компании, долговая нагрузка

**Аннотация**

**Предмет.** Зависимость дивидендных выплат в российских компаниях от наличия государства в качестве конечного собственника предприятия, длины цепочки собственников, совокупного размера активов и долговой нагрузки на фирму. Дивидендная политика российских компаний.

**Цели.** Определить влияние государственной собственности, длины цепочки собственников, размера компании и долговой нагрузки на дивидендную политику российских компаний.

**Методология.** Исследование проводилось с помощью эконометрического метода – пробит-модели. Исследуемая эмпирическая база состоит из данных по 35 крупнейшим российским листинговым компаниям за 2015 г.

**Результаты.** Для каждой фирмы собрана информация о длине цепочки собственников, а также данные о доле владения в каждом звене со стороны предыдущего звена цепи. Вычислено соотношение доли приходящегося на конечного собственника денежного потока дивидендов и доли контрольного пакета акций. В качестве показателя, определяющего дивидендную политику компаний, была принята дамми-переменная, характеризующая факт выплаты дивидендов компанией.

**Выводы.** Гипотезы о влиянии государственной собственности на выплату дивидендов, о существовании связи между длиной цепочки собственников и выплатой дивидендов не подтвердились. Гипотеза о влиянии размера компании на вероятность выплаты дивидендов подтвердилась. Гипотеза о взаимосвязи долговой нагрузки и дивидендных выплат подтвердилась частично. Результаты исследования могут быть полезны для потенциальных инвесторов при формировании инвестиционной стратегии в отношении российских листинговых компаний.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

**Для цитирования:** Федорова Е.А., Петросян Ф.А. Анализ влияния структуры собственности, длины цепочки собственников и долговой нагрузки на дивидендную политику российских компаний // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2018. – Т. 17, № 2. – С. 353 – 364.  
<https://doi.org/10.24891/ea.17.2.353>

Актуальность рассматриваемой темы связана с тем, что фондовый рынок России обладает большим потенциалом для привлечения иностранных инвесторов. Как всегда интересно дивидендная политика компаний, являющихся объектами инвестирования, поскольку дивиденды частично формируют доходность от инвестиций, а дивидендная политика влияет на привлекательность и цену акций.

По нашему мнению, многие работы, посвященные изучению дивидендной политики, не в полной мере объясняют ее сущность и влияющие на нее факторы. Например, в исследовании [1] авторы изучали влияние неопределенности размера будущего денежного потока на дивидендную политику китайских компаний. В своей работе [2] авторы анализировали воздействие консолидации акций в руках ограниченного количества собственников на размер дивидендных выплат. В рамках недавнего исследования [3] авторов интересовало влияние государственной фискальной политики на дивидендную политику американских компаний. Работа [4] посвящена изучению дивидендной политики турецких фирм. В ходе исследования были проанализированы различные теории формирования дивидендной политики в условиях турецкого рынка – сигнальная теория, гипотеза влияния менеджмента компании, налогового воздействия и пр.

Таким образом, можно сделать вывод, что существует большой спрос на исследования российских компаний по данной проблематике. Текущие работы отечественных авторов по рассматриваемому вопросу не всегда предоставляют точные и подтвержденные данные, авторы часто оперируют методом экспертных оценок, что не совсем корректно для представления адекватных выводов.

Проводя данное исследование, мы ставили цель определить, каким образом государственная собственность, длина цепочки собственников и долговая нагрузка могут повлиять на дивидендную политику российских компаний.

Были сформулированы следующие гипотезы эмпирического исследования.

*Гипотеза 1. Государственная собственность влияет на выплату дивидендов.* Гипотеза обосновывается предположением, что государственные компании являются более капиталоемкими и имеют доступ к большему объему заемных и собственных средств. Исходя из этого можно сказать, что

существующие обстоятельства должны быть катализатором увеличения вероятности выплаты дивидендов со стороны компаний, основным и конечным собственником которых является государство.

Как полагают некоторые исследователи, частным компаниям несколько сложнее осуществлять свою деятельность, чем государственным предприятиям. Например, в работе [5] рассмотрены причины так называемой банковской дискриминации в странах с переходной экономикой. В ходе исследования авторы обнаружили, что частные компании по сравнению с госпредприятиями значительно реже получают займы, им выдают более мелкие ссуды, также они подвергаются серьезным проверкам с более высокими требованиями. Эти факторы снижают вероятность выплаты дивидендов. Кроме того, автор работы [6], исследуя деятельность китайских компаний, доказывает, что государственная собственность увеличивает не только вероятность дивидендных выплат, но и их размер.

*Гипотеза 2. Длина цепочки собственников влияет на выплату дивидендов.* Цепочка, или пирамида собственников – способ управления компанией, при котором конечный собственник предприятия осуществляет управление через звенья или ступени материнских и дочерних компаний.

Многие владельцы компаний используют подобный метод по различным причинам, и такой вид контроля над бизнесом имеет достаточно широкое распространение в России. Конечные собственники могут управлять несколькими компаниями с помощью различных звеньев одной цепи. Они непосредственно контролируют фирму, владеющую доминирующей долей в одной или нескольких фирмах, которые в свою очередь таким же образом контролируют последующие в цепи компании.

Мы предполагаем, что длина цепочки собственников значительно влияет на показатели дивидендной политики, так как фактическое распределение дивидендов на

конечного собственника при использовании подобного метода контроля над собственностью происходит иным способом, нежели при традиционной схеме без промежуточных цепей (конечный собственник – компания).

Проанализировав литературу по данному вопросу, мы пришли к выводу, что подобная тема ранее рассматривалась различными авторами. Управление собственностью с помощью корпоративных пирамид пользуется популярностью во всем мире из-за отдельных преимуществ местного законодательства [7]. Подобный метод широко распространен в странах и регионах с развивающейся экономикой [8, 9]. Так, некоторые исследователи отмечают, что в Китае как правительство, так и частные инвесторы контролируют значительное количество зарегистрированных на бирже фирм через пирамидные структуры [10, 11].

Длинная цепочка собственников дает возможность ее конечному владельцу увеличить коэффициент дивидендных выплат в рассматриваемой компании, не теряя при этом чистой прибыли. Этот механизм заключается в том, что фирма производит выплату дивидендов нескольким материнским компаниям, которые контролируются другими материнскими организациями; все компании в конечном счете по цепочке принадлежат одному собственнику. При этом, с одной стороны, рассматриваемая компания демонстрирует потенциальным инвесторам высокий коэффициент дивидендных выплат, повышая стоимость акций, с другой стороны, конечный собственник контролирует большую часть дивидендов, далее реинвестируя средства в развитие бизнеса.

*Гипотеза 3. Размер компании влияет на выплату дивидендов.* Эта гипотеза строится на предположении, что больший размер компании увеличивает вероятность выплаты дивидендов. Размер компании был определен как натуральный логарифм от совокупных активов, как это было сделано в работе [12]. Также был проанализирован относительный показатель денежного потока – доли денежных средств в совокупных активах – для

определения дивидендной платежеспособности компании.

*Гипотеза 4. Уровень финансовой зависимости компании влияет на выплату дивидендов.* Для анализа влияния задолженности на выплату дивидендов были использованы доли общей, краткосрочной и долгосрочной задолженностей в общем размере совокупных активов. Эта тема рассматривалась в работе [13], где был применен подобный метод при определении влияния данных показателей на размер выплаченных дивидендов.

Для проведения исследования данные о структуре собственности компаний по состоянию на 2015 г. извлекались из годовой финансовой отчетности российских листинговых компаний с использованием системы Ruslana Bureau van Dijk. Для каждой фирмы мы собрали информацию о длине цепочки собственников, а также данные о доле владения в каждом звене со стороны предыдущего звена цепи. Мы вычислили соотношение доли приходящегося на конечного собственника денежного потока дивидендов и доли контрольного пакета акций, используя тот же метод, что и авторы работ [8, 9, 14]. Он заключается в том, что показатель контроля над акциями определяется как доля непосредственного контроля последней компании в цепочке над анализируемой организацией; доля приходящегося на конечного собственника денежного потока дивидендов рассчитывается как произведение контролируемых долей всех звеньев цепи – таким образом рассчитывается доля дивидендов рассматриваемой компании, которая в итоге приходится на конечного владельца. Далее для проведения анализа данных вычислено соотношение данных показателей, второй коэффициент делится на первый.

Если фирма не раскрывает достаточно информации о структуре собственности, мы проверяем все доступные открытые источники для определения конечного акционера. Данные о дивидендах и других финансовых показателях получены из системы Bloomberg Professional. В связи с отсутствием некоторой информации из выборки были исключены

компания, чьи конечные собственники и другие данные не могли быть точно идентифицированы. В результате проведенных корректировок в итоговой выборке осталось 35 листинговых российских компаний.

Для проведения анализа использованы переменные, представленные в *табл. 1*.

Зависимая величина  $Y$  обозначает факт выплаты дивидендов; данная единица является дискретной – она принимает значение 1 в случае, если компания выплачивала дивиденды в текущем году, или значение 0, если дивиденды не выплачивались.

Переменная  $X_1$  обозначает структуру пирамиды, количество звеньев в цепи; мы используем ее для измерения степени взаимосвязи между конечным собственником и рассматриваемой компанией [10, 15, 16].

Показатель  $X_2$  является двухвариантным – в случае, если конечным собственником компании является государство, то переменная принимает значение 1, если компания является негосударственной – 0.

Переменная  $X_3$  – доля денежных средств на конец года в балансе. Поскольку компаниям с возможностями роста нужны наличные деньги для своих инвестиций, ожидается, что они будут выплачивать меньше дивидендов.

Показатель роста продаж относительно данных предыдущего года  $X_4$  используется для учета ожидаемых возможностей роста.

Мы также учитываем связь между доходностью и дивидендами через переменную  $X_5$ , рассчитанную как чистая прибыль, деленная на собственный капитал на конец года. Другими словами, этот показатель обозначает рентабельность собственного капитала.

Показатель  $X_6$  – совокупный размер активов на конец года в натуральной логарифмической форме.

Мы также учитываем уровень финансовой зависимости компании, используя переменные

$X_7$ ,  $X_8$ ,  $X_9$ , которые обозначают соотношение общей, краткосрочной и долгосрочной задолженностей и совокупных активов соответственно.

Многие конечные собственники контролируют фирмы косвенно через свои дочерние компании, которые контролируют друг друга по цепочке. Мы определяем переменную  $X_{10}$  как долю контрольного пакета акций над рассматриваемой компанией со стороны вышестоящих в пирамиде компаний. Подобная методика была применена в работе [11].

Переменная  $X_{11}$  вычисляется по формуле  $CV = C / V$  (методика расчета описана ранее) и показывает соотношение контроля над дивидендами (cash flow right) и контроля над акциями (control right) [8, 9, 14].

В связи с тем, что зависимой переменной является сам факт выплаты дивидендов (выплата была или выплаты не было), для данного исследования будет использован эконометрический метод построения модели бинарного выбора – пробит-модели.

Эмпирическая база состоит из 35 компаний, исследование проводилось на основе данных за 2015 г.

Была построена пробит-модель, которая представлена на *рис. 1*.

Данная модель будет иметь следующий вид:

$$Y = 0,962X_2 - 7,263X_3 - 5,639X_4 - 3,475X_5 + 1,383X_6 - 9,679X_7 + 10,112X_8 - 7,66X_{10} - 4,656X_{11} - 26,29.$$

В итоговую модель также вошли только значимые переменные, то есть те, для которых значение показателя вероятности наименьшее. В соответствии с интерпретацией показателя вероятности можно сказать, что чем меньше значение вероятности, тем больше значимость влияния данной переменной на зависимую переменную.

Значимыми переменными в данном случае являются  $X_4$ ,  $X_6$ ,  $X_7$ ,  $X_8$ ,  $X_{11}$ , так как их показатели вероятности не превышают 0,15.

Критерии Акаике, Шварца и Ханнана – Куинна равны 1,1397, 1,584 и 1,2931 соответственно, что указывает на достаточно высокую достоверность модели.

В процессе анализа модели были установлены следующие связи. Переменная  $X_4$  имеет обратную взаимосвязь с показателем  $Y$ . Это означает, что рост продаж снижает вероятность выплаты дивидендов. С другой стороны, снижение выручки повышает шанс, что дивиденды будут выплачены. Мы также обнаружили, что переменная  $X_6$  обладает прямым воздействием на показатель  $Y$ . Исходя из этого полагаем, что больший размер совокупных активов дает большую вероятность выплаты дивидендов в отчетном году. Размер компании положительно влияет на основной показатель дивидендной политики, что подтверждено расчетами модели. После проведения анализа было определено, что переменная  $X_7$  обратно соотносится с показателем  $Y$ . Это доказывает, что высокий уровень финансовой зависимости от заемных средств дает снижение шансов акционеров на получение дивидендов. Однако также обнаружено, что переменная  $X_8$  прямо взаимосвязана с дамми-переменной  $Y$ . Иными словами, высокий уровень краткосрочной задолженности приводит к увеличению вероятности осуществления дивидендных выплат. Это обстоятельство имеет достаточно сложное объяснение, так как модель не выявила существенной связи между размером долгосрочной задолженности и вероятностью выплаты дивидендов. Тем не менее мы полагаем, что положительное влияние уровня краткосрочной задолженности на факт выплаты дивидендов связано с тем, что высокий уровень текущих обязательств создает некоторую определенность в политике компании, что дает возможность менеджменту обеспечить должный уровень ликвидности, а значит, повышает вероятность выплаты дивидендов. Кроме того, показатель  $X_{11}$  имеет обратную взаимосвязь с показателем дивидендной политики. Увеличение соотношения коэффициентов контроля над денежным потоком дивидендов и контрольного пакета акций приводит к уменьшению вероятности осуществления

дивидендных выплат. Мы считаем, что увеличение данного соотношения возможно при увеличении доли конечного собственника в денежном потоке дивидендов. Таким образом, можно сделать вывод, что большее сосредоточение дивидендов в руках одного владельца дает реакцию в виде снижения вероятности выплаты дивидендов.

Результаты рассмотрения гипотез представлены в табл. 2.

Проведя исследование по рассматриваемым вопросам, мы пришли к следующим выводам.

*Гипотеза 1 не подтвердилась.* Преобладание государственного участия в компаниях не способствует увеличению вероятности проведения дивидендных выплат. Это противоречит результатам исследований [13, 17], расчеты в которых показали, что государственные компании Китая выплачивают большие дивиденды, нежели частные фирмы. Такой результат может быть обоснован тем, что в России существуют специфические условия работы компаний с государственным и частным участием, отличные от экономической реальности китайской экономики.

*Гипотеза 2 не подтвердилась.* Связи между длиной цепочки собственников и фактом осуществления дивидендных выплат обнаружено не было. В статье [13] данная гипотеза имела свое подтверждение, что повторно приводит нас к выводу, что закономерности китайского рынка в части дивидендной политики не функционируют при проецировании на российскую экономическую реальность.

*Гипотеза 3 подтвердилась.* Модель показала, что размер компании напрямую влияет на склонность компании выплачивать дивиденды – больший размер фирмы увеличивает шанс акционеров получить дивиденды в текущем году. Подобная связь кажется вполне очевидной, однако достаточно большое количество исследований в данном направлении дает не совсем одинаковые результаты. Так, в работе [18] на основе анализа польских листинговых компаний связь между размером компании и

дивидендной политикой была признана незначимой, несмотря на положительные результаты исследования.

*Гипотеза 4 подтвердилась частично.* Была выявлена обратная взаимосвязь между общим объемом задолженности и склонностью компании выплачивать дивиденды. Пробит-моделью была также определена прямая связь между выплатой дивидендов и размером

краткосрочной задолженности. Мы можем сделать вывод, что компании, общий размер задолженности которых занимает достаточно большую долю в совокупном размере пассивов, склонны не производить выплаты акционерам. Тем не менее следует оговориться, что увеличение доли краткосрочной задолженности вызывает обратный эффект – вероятность выплаты дивидендов существенно увеличивается.

**Таблица 1**  
Используемые в исследовании переменные

**Table 1**  
Variables used in the study

Обозначение	Показатель
Y	1 – дивиденды выплачивались в текущем году; 0 – дивиденды не выплачивались
X <sub>1</sub>	Длина цепочки собственников
X <sub>2</sub>	1 – государственная компания; 0 – негосударственная компания
X <sub>3</sub>	Отношение наличных денег на конец года к совокупному объему активов
X <sub>4</sub>	Рост продаж по отношению к предыдущему году
X <sub>5</sub>	Рентабельность собственного капитала
X <sub>6</sub>	Совокупные активы (в натуральной логарифмической форме)
X <sub>7</sub>	Общая задолженность / Совокупные активы
X <sub>8</sub>	Краткосрочная задолженность / Совокупные активы
X <sub>9</sub>	Долгосрочная задолженность / Совокупные активы
X <sub>10</sub>	Control right – доля контрольного пакета акций над рассматриваемой компанией, %
X <sub>11</sub>	Соотношение контроля над дивидендами со стороны конечного собственника (cash flow right) и контрольного пакета акций (control right)

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

**Таблица 2**  
**Результаты рассмотрения гипотез**

**Table 2**  
**Hypotheses consideration results**

Гипотеза	Анализируемый показатель	Результат проверки гипотезы
1. Государственная собственность влияет на выплату дивидендов	Факт наличия государства в качестве конечного собственника компании $X_2$	Не подтвердилась. Преобладающее государственное участие в компаниях не способствует увеличению вероятности дивидендных выплат
2. Длина цепочки собственников влияет на выплату дивидендов	Длина цепочки собственников компании $X_1$	Не подтвердилась. Связи между длиной цепочки собственников и размером дивидендных выплат обнаружено не было
3. Размер компании влияет на выплату дивидендов	Совокупный размер активов в натуральной логарифмической форме $X_6$	Подтвердилась. Существует прямая взаимосвязь. Размер компании напрямую влияет на склонность компании выплачивать дивиденды
4. Уровень финансовой зависимости от компании влияет на выплату дивидендов	Отношение общей $X_7$ , краткосрочной $X_8$ и долгосрочной задолженности $X_9$ к объему совокупных активов	Подтвердилась частично. Наблюдается обратная связь в первом случае, прямая связь – во втором и отсутствие взаимосвязи – в третьем случае

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

**Рисунок 1**  
**Результаты оценки модели с помощью пробит-метода**

**Figure 1**  
**Model evaluation results using the probit method**

Зависимая переменная: $Y$				
Метод: пробит-модель для бинарных переменных				
Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	z-статистика	Вероятность
$X_4$	-5,6388	3,883653	-1,451932	0,1465
$X_6$	1,383272	0,703229	1,967029	0,0492
$X_7$	-9,67906	5,880096	-1,646072	0,0997
$X_8$	10,11151	6,120081	1,652185	0,0985
$X_{11}$	-4,656335	3,088512	-1,507631	0,1316
$C$	-26,29052	13,67067	-1,923134	0,0545
Среднее зависимой переменной	0,285714	Среднее отклонение зависимой переменной		0,458349
Стандартная ошибка регрессии	0,373597	Критерий Акаике		1,139713
Сумма квадратов остатков	3,489364	Критерий Шварца		1,584098
Логарифмическая функция правдоподобия	-9,944981	Критерий Ханнана – Куинна		1,293115
Логарифмическая функция правдоподобия с ограничениями	-20,93944	Среднее арифметическое логарифмической функции правдоподобия		-0,284142
LR-статистика	21,98891	Коэффициент детерминации МакФаддена		0,52506
Вероятность (LR-статистика)	0,008914	-	-	-
Наблюдения с вариантом «0»	25	Общее количество наблюдений		35
Наблюдения с вариантом «1»	10	-	-	-

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

**Список литературы**

1. Deng L., Li S., Liao M., Wu W. Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 2013, vol. 27, pp. 112–124. URL: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.09.005>
2. Lee C.J., Xiao X. Cash dividends and large shareholder expropriation in China. *Tsinghua University Working Paper*, 2002.
3. Buchanan B.G., Cathy Xuying Cao, Liljeblom E., Wehrich S. Uncertainty and firm dividend policy – A natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 42, pp. 179–197. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.008>
4. Kent Baker H., Kilincarslan E., Haktan Arsal A. Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, 2017, vol. 35, pp. 43–57. URL: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.04.002>
5. Brandt L., Li H. Bank discrimination in transition economies: Ideology, information or incentives? *Journal of Comparative Economics*, 2003, vol. 31, iss. 3, pp. 387–413. URL: [https://doi.org/10.1016/S0147-5967\(03\)00080-5](https://doi.org/10.1016/S0147-5967(03)00080-5)
6. Gul F.A. Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choice in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1999, vol. 7, iss. 2, pp. 157–172. URL: [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(99\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(99)00004-9)
7. Attig N., Gadhoun Y., Lang L. Bid-ask spread, asymmetric information and ultimate ownership. *The Chinese University of Hong Kong Working Paper*, 2003.
8. Claessens S., Djankov S., Lang L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000, vol. 58, iss. 1-2, pp. 81–112. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
9. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 1999, vol. 54, iss. 2, pp. 471–518. URL: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
10. Fan J.P.H., Wong T.J., Zhang T. The emergence of corporate pyramids in China. *The Chinese University of Hong Kong Working Paper*, 2005.
11. Zhu S. Characteristics of ultimate shareholder and informativeness of accounting earnings. *China Accounting and Finance Review*, 2006, vol. 1, pp. 1–30.
12. Adjaoud F., Ben-Amar W. Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 2010, vol. 37, iss. 5-6, pp. 648–667. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
13. Bradford W., Chao Chen, Song Zhu. Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 2013, vol. 27, pp. 445–464. URL: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.01.003>
14. Fan J.P.H., Wong T.J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, vol. 33, iss. 3, pp. 401–425. URL: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00047-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00047-2)
15. Stein J.C. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 1997, vol. 52, iss. 1, pp. 111–133. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03810.x>
16. Williamson O.E. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, The Free Press, 1985.

17. *Xi Wang, Manry D., Wandler S.* The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting*, 2011, vol. 27, iss. 2, pp. 366–372.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.08.003>
18. *Kaźmierska-Jóźwiak B.* Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 2015, vol. 23, pp. 473–477.  
URL: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00490-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00490-6)

### **Информация о конфликте интересов**

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## ANALYZING THE IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE, THE LENGTH OF OWNERS CHAIN AND DEBT BURDEN ON DIVIDEND POLICY OF RUSSIAN COMPANIES

Elena A. FEDOROVA<sup>a\*</sup>, Filipp A. PETROSYAN<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
ecolena@mail.ru  
ORCID: not available

<sup>b</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
berberus999@gmail.com  
ORCID: not available

\* Corresponding author

### Article history:

Received 20 July 2017  
Received in revised form  
31 October 2017  
Accepted 22 December 2017  
Available online  
27 February 2018

**JEL classification:** G35

**Keywords:** dividend policy,  
chain of owners, State  
ownership, company size,  
debt load

### Abstract

**Subject** The article investigates the dependence of dividend payments in Russian companies on the presence of the State as the ultimate owner, the length of the chain of owners, total assets and debt burden. It also addresses dividend policy of Russian companies.

**Objectives** The study aims to determine the influence of State ownership, the length of the chain of owners, company size and debt burden on dividend policy of Russian companies.

**Methods** The study draws on econometric method, i.e. a probit model. The surveyed empirical base consists of data on 35 largest Russian listed companies for 2015.

**Results** For each company we gathered information about the length of the chain of owners, percentage of ownership in each link from the previous link of the chain. We calculated the ratio of dividend flow per ultimate owner to controlling share. The sampling included 35 listed Russian companies. A dummy variable describing the fact of dividend payment by the company was accepted as an indicator that determines the dividend policy of companies.

**Conclusions** The hypotheses about the influence of State ownership on dividend payment, existence of a link between the length of the chain of owners and dividend payment were not confirmed. The hypothesis about the influence of company size on the probability of dividend payment was confirmed. The hypothesis about relationship between debt burden and dividend payments was partially confirmed. The findings may be useful for potential investors developing their investment strategy aimed at Russian listed companies.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

**Please cite this article as:** Fedorova E.A., Petrosyan F.A. Analyzing the Impact of Ownership Structure, the Length of Owners Chain and Debt Burden on Dividend Policy of Russian Companies. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2018, vol. 17, iss. 2, pp. 353–364.  
<https://doi.org/10.24891/ea.17.2.353>

### References

1. Deng L., Li S., Liao M., Wu W. Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 2013. vol. 27, pp. 112–124.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.09.005>
2. Lee C.J., Xiao X. Cash dividends and large shareholder expropriation in China. *Tsinghua University Working Paper*, 2002.
3. Buchanan B.G., Cathy Xuying Cao, Liljebloom E., Wehrich S. Uncertainty and firm dividend policy – A natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 2017, vol. 42, pp. 179–197.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.008>

4. Kent Baker H., Kilincarslan E., Haktan A. Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, 2017, vol. 35, pp. 43–57.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.04.002>
5. Brandt L., Li H. Bank discrimination in transition economies: Ideology, information or incentives? *Journal of Comparative Economics*, 2003, vol. 31, iss. 3, pp. 387–413.  
URL: [https://doi.org/10.1016/S0147-5967\(03\)00080-5](https://doi.org/10.1016/S0147-5967(03)00080-5)
6. Gul F.A. Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1999, vol. 7, iss. 2, pp. 157–172.  
URL: [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(99\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(99)00004-9)
7. Attig N., Gadhoom Y., Lang L. Bid-ask spread, asymmetric information and ultimate ownership. *The Chinese University of Hong Kong Working Paper*, 2003.
8. Claessens S., Djankov S., Lang L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 2000, vol. 58, iss. 1-2, pp. 81–112.  
URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
9. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 1999, vol. 54, iss. 2, pp. 471–517.  
URL: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
10. Fan J.P.H., Wong T.J., Zhang T. The emergence of corporate pyramids in China. *The Chinese University of Hong Kong Working Paper*, 2005.
11. Zhu S. Characteristics of ultimate shareholder and informativeness of accounting earnings. *China Accounting and Finance Review*, 2006, vol. 1, pp. 1–30.
12. Adjaoud F., Ben-Amar W. Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 2010, vol. 37, iss. 5-6, pp. 648–667.  
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
13. Bradford W., Chao Chen, Song Zhu. Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 2013, vol. 27, pp. 445–464. URL: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.01.003>
14. Fan J.P.H., Wong T.J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, vol. 33, iss. 3, pp. 401–425.  
URL: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00047-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00047-2)
15. Stein J.C. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance*, 1997, vol. 52, iss. 1, pp. 111–133.  
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03810.x>
16. Williamson O.E. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, Free Press, 1985.
17. Xi Wang, Manry D., Wandler S. The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting*, 2011, vol. 27, iss. 2, pp. 366–372.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.08.003>

18. Kaźmierska-Jóźwiak B. Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 2015, vol. 23, pp. 473–477.  
URL: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00490-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00490-6)

**Conflict-of-interest notification**

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.