

ВЛИЯНИЕ ИНФОРМАЦИОННОЙ АСИММЕТРИИ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ**Елена Анатольевна ФЕДОРОВА^а, Екатерина Алексеевна ТЕТЕРИНА^б**^а доктор экономических наук, профессор департамента корпоративных финансов и управления,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Российская Федерация
ecolena@mail.ru^б студентка магистратуры, факультет менеджмента,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Российская Федерация
katet13@gmail.com

• Ответственный автор

История статьи:

Получена 19.04.2017

Получена в доработанном
виде 11.05.2017

Одобрена 30.05.2017

Доступна онлайн 28.06.2017

УДК 658.155.2

JEL: C39, D82, G35

<https://doi.org/10.24891/fc.23.23.1334>**Ключевые слова:**дивиденды, дивидендная
политика, информационная
асимметрия,
государственные компании,
сигнальная теория**Аннотация****Предмет.** Внутренние факторы, влияющие на дивидендную политику компании. Основной фокус делается на информационную асимметрию, а также уделяется внимание тому, как влияет форма собственности (государственная или частная) на информационную асимметрию и дивидендную политику в целом. Несмотря на то что Россия – шестая по величине экономика среди стран мира по объему ВВП по паритету покупательной способности (согласно данным за 2016 г.), российская модель корпоративного управления находится на стадии формирования, компании характеризуются низкой степенью открытости, что уменьшает количество достоверной информации на рынке.**Цели.** Исследовать зависимость дивидендных выплат от внутренних показателей и параметров компании. Продемонстрировать, насколько применимы известные дивидендные теории в российской действительности. Выявить влияние недостатка достоверной информации на российском рынке на дивидендную политику компании.**Методология.** В качестве эмпирической базы использованы данные по 50 отечественным предприятиям в период с 2009 по 2015 г. Были выбраны переменные, по которым проведен регрессионный анализ (метод наименьших квадратов).**Результаты.** Выявлено, что существует обратная зависимость между информационной асимметрией и дивидендными выплатами, иначе говоря, чем выше асимметрия, тем меньше шансов у акционеров получить свои дивиденды. Также компании поделены на государственные и частные и установлено, что госкомпании чаще платят дивиденды.**Выводы.** Исследованная проблема актуальна для развивающихся рынков как для менее эффективных, где выше информационная асимметрия. Касательно России сделан вывод о том, что выплаты дивидендов не являются инструментом передачи информации на рынки капиталов.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Согласно сигнальной теории дивидендов [1], менеджеры, которые знают инсайдерскую информацию о будущем корпоративном росте, передают эти сведения внешним инвесторам посредством выплат дивидендов. Иначе говоря, когда менеджеры ожидают рост прибыли, они повышают дивидендные выплаты, тем самым сигнализируя инвесторам о позитивных прогнозах. Следовательно, сигнальная гипотеза предполагает, что есть прямая связь между информационной асимметрией и выплатами дивидендов. Однако К. Li и X. Zhao [2] в своем

исследовании американских фондовых рынков нашли обратную связь между информационной асимметрией и дивидендной политикой. Другими словами, когда информационная асимметрия ниже, фирмы выплачивают дивиденды с большей вероятностью, что несовместимо с выводом сигнальной теории. К тому же в работе D. Denis, D. Osobov [3] было установлено, что дивидендные выплаты сосредоточены среди самых крупных плательщиков, которым в меньшей степени необходимо передавать сигналы на рынок, чем компаниям-новичкам.

А опросы менеджеров в Канаде [4] и США [5] показывают, что основную информацию менеджмент пытается донести через прямое общение с инвесторами, а дивиденды служат лишь дополнением.

Более точной, по сравнению с сигнальной теорией, является агентская теория. Для теории принципала-агента (или агентской теории Дженсена и Меклинга)¹ дивиденды могут представлять собой средство, смягчающее проблему агента. С помощью распределения свободного денежного потока через дивиденды может быть уменьшена возможность его изъятия менеджерами. В исследовании R. La Porta и др. [6] было выявлено, что в странах с лучшей институциональной защитой инвесторов дивиденды играют решающую роль в уменьшении проблемы агента, в то время как дивиденды незначительны в странах со слабой институциональной средой защиты инвесторов. Но в предыдущих исследованиях информационной асимметрии и дивидендной политики фокус главным образом был на развитых рынках. Однако развивающиеся рынки менее эффективны, и информационная асимметрия выше.

Поэтому противоречия между информационной асимметрией и дивидендной политикой требуют дальнейшего изучения, особенно для российского рынка. Россия – шестая по величине экономика среди стран мира по объему ВВП по паритету покупательной способности (ППС) (согласно данным за 2016 г.), но отечественная модель корпоративного управления находится лишь на стадии формирования. Оно началось менее двадцати лет назад [7–9]. На российском рынке высокая информационная асимметрия, так как не хватает достоверной информации в связи с тем, что очень низка степень открытости отечественных корпораций. Подобное состояние обусловлено давлением со стороны госструктур и возможностью рейдерских атак, имевших место еще в 1990-е гг. Административные препятствия мешают малым и средним предприятиям

(SME) выжить на российском рынке². В то же время текущая модель управления близка к инсайдерской, для которой характерны такие положительные черты, как долгосрочное развитие компании, низкие риски банкротства, предсказуемость внутренних и внешних факторов, высокая эффективность контролирующих механизмов относительно менеджмента.

В связи со сказанным российская экономика – подходящая платформа для выявления связи между информационной асимметрией и дивидендной политикой. Держатель контрольного пакета акций может не только легко приобрести сведения, но и решить, когда или как донести соответствующую информацию рынку капиталов. Таким образом, в российских листингующихся компаниях структура собственности влияет на информационную коммуникацию и затрагивает дивидендную политику. Результаты показывают, что в России, когда информационная асимметрия выше, выплаты дивиденда будут ниже. Политика дивиденда – не инструмент для передачи информации на рынок капиталов. Относительно уменьшающегося эффекта структуры собственности было выявлено, что государственные предприятия с более высокой информационной асимметрией склонны выплачивать дивиденды.

В рамках исследования S. Abrutyn и R.W. Turner [10] было установлено, что в 63% случаев финансовые менеджеры среди причин, объясняющих дивидендную политику компании, на первое и второе места по важности ставят сигнальную возможность дивидендов. Сигнальная теория предполагает, что существует информационная асимметрия между менеджментом и внешними инвесторами, которая может быть уменьшена через выплаты дивидендов (один из способов передачи информации на рынок). По сравнению с обратным выкупом акций выплаты дивидендов подразумевают не только положительную перспективу операционной деятельности, но и значительную уверенность в будущем потоке наличности. Менеджеры могут уменьшить информационную асимметрию посредством распределения

¹ Федорова Е.А., Лукасевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // *Финансы и кредит*. 2014. № 19. С. 2–8.

² Данные Международной торговой палаты ICC Russia, 2016.

дивидендов, и чем выше уровень информационной асимметрии, тем будут выше выплаты дивидендов. Для инвесторов их восприятие выплат дивидендов должно быть более выраженным в фирмах с более высокой информационной асимметрией. Однако другое исследование, проведенное в 2008 г. К. Li и X. Zhao [2], оспорило данное утверждение сигнальной теории.

Гипотеза 1. Информационная асимметрия и дивидендные выплаты имеют обратную зависимость.

Большинство западных компаний управляются несколькими крупными акционерами. Концентрация владения особенно очевидна в странах со слабыми механизмами защиты акционеров, так как держатели контрольного пакета акций могут получить частные преимущества за счет миноритариев. Н. Вуин и др. [11] изучили эффект концентрации владения в корейских листингуемых фирмах на информационную асимметрию и продемонстрировали, что сконцентрированное владение может препятствовать передаче информации. Кроме того, данный отрицательный эффект сильнее, чем влияние институциональной среды или внутреннего корпоративного управления. R. Anderson и др. [12] указали, что владелец контрольного пакета акций может ограничить раскрытие корпоративной информации, чтобы уменьшить прозрачность фирм. Таким образом, концентрация владения положительно связана с информационной асимметрией.

Гипотеза 2. Государственная собственность уменьшает эффект информационной асимметрии.

Выборку составляют 50 российских компаний, чьи акции котируются на ММВБ, рассматриваемый период: 2009–2015 гг. Данные были собраны из таких информационных источников как Bloomberg и Ruslana. Рассмотрены компании разных секторов, они входят в первую сотню по капитализации.

Построим следующую регрессионную модель, показывающую влияние структуры собственности и асимметрии, где зависимой переменной D будут дивидендные выплаты.

$$D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 ASY_{i,t} \cdot OWN_{i,t} + Control Variables + \epsilon_{i,t},$$

где ASY – информационная асимметрия;

OWN – качественная фиктивная переменная, которая равна 1, если компания государственная, а в случае, когда государству не принадлежит контрольный пакет акций, переменная равна 0;

$Control Variables$ – контрольные переменные, включающие в себя такие существенные при выплате дивидендов показатели³, как рентабельность активов (ROA), коэффициент ликвидности, и показатель прибыльности (Profit Margin).

Вслед за W. Drobetz [13] обозначим информационную асимметрию как стандартное отклонение от ошибок в прогнозах выручки компании, сделанных аналитиками Bloomberg, рассчитанное по следующей формуле:

$$ASY = \ln\left(1 + \frac{SO}{MP}\right),$$

где SO – стандартное отклонение от прогнозов аналитиков;

MP – медиана прогноза.

Измерение основано на прогнозах как минимум двух аналитиков для каждой компании за каждый год. Чем более разбросаны прогнозы, тем более неопределенной будет информация.

Можно сказать, что существует обратная зависимость (коэффициент отрицателен) между информационной асимметрией ASY и дивидендными выплатами D (табл. 1), то есть когда информационная асимметрия выше, компании предпочитают не выплачивать дивиденды. Это совпадает с выводом исследования К. Li и X. Zhao [2] о том, что выплата дивиденда не уменьшает информационный разрыв. Однако табл. 2 показывает, что переменная ASY не оказывает значительного влияния на дивидендные выплаты ($Prob$ (или P -value) > 0,05).

³ Teplova T., Shagaleeva G. Dividend Policy of Companies on Emerging Markets. New Bulgarian University, Academia, Sofia, 2010.

Результаты линейной регрессии говорят о том, что для дивидендных выплат значима форма собственности в компании (государственная или нет) и рентабельность активов (контрольная переменная). На графике видно, что влияние асимметрии есть, но имеются исключения, которые не попадают под расчетные значения.

Также можно заметить, что информационная асимметрия возрастает, если предприятие является государственным (у $ASY \cdot OWN$ значение P ниже, а отрицательный коэффициент больше). Таким образом, заявленная в начале работы гипотеза 2 опровергается. Наоборот, в государственных компаниях информационная асимметрия выше. К такому же выводу приходят J.J. Choi и др. [14], исследовавшие влияние государственной собственности на информационную асимметрию в Китае, где доля государственной собственности особенно высока. Согласно их выводу, чем ниже эта доля, тем ниже информационный разрыв. К аналогичному заключению приходят и авторы О. Норе и др. [15]. На основе нашей эмпирической базы мы также установили, что предприятия, контролируемые государством, платят дивиденды чаще, чем частные компании (26% против 14%). Данный вывод подтверждается и в других исследованиях, например, в работе X. Wang и др. [16], где было выявлено, что выплаты дивиденда среди платящих дивиденды фирм и вероятность, что фирма выплатит дивиденды, увеличиваются в госкомпаниях. Данные результаты согласовываются с государственной потребностью в потоке наличности.

Итак, была подтверждена гипотеза о том, что существует обратная зависимость между асимметрией информации и выплатами дивидендов. И опровергнута гипотеза о том, что государственные компании сглаживают информационную асимметрию, напротив, было установлено, что государственная собственность ее усиливает. Данный вывод встречается в китайском исследовании J.J. Choi и др. [14], где подтверждается, что спред между ценой покупки и ценой продажи акции (так оценивалась асимметрия) больше в государственных компаниях. Объясняется это

тем, что государственные инвесторы предпочитают использовать информационную асимметрию в личных интересах, а не повышать прозрачность экономики. Когда доля государственной собственности высока, политическое влияние и неэффективный контроль управления могут играть большую роль в увеличении затрат, связанных с агентскими и информационными проблемами. Это подразумевает, что меньшая государственная собственность связана с более низкой информационной асимметрией на рынке.

Различные интерпретации выплат дивиденда были предложены в литературе (F. Allen и др.) [17] и в учебнике И. Лукасевича⁴. Сигнальная теория предполагает, что менеджеры по сравнению с внешними инвесторами знают больше инсайдерской информации, связанной с будущим корпоративным ростом. Следовательно, фирмы могут передать эту информацию рынку капиталов через выплату дивидендов. Однако теория агента демонстрирует, что когда правовая система слаба, дивиденды не могут сгладить агентский конфликт. Настоящая работа исследует эффект информационной асимметрии на выплатах дивиденда. Результаты показывают, что в России чем выше информационная асимметрия, тем ниже выплата дивиденда. Дивидендная политика не может быть показательна в плане передачи информации рынку капиталов.

В прошлом году Минфин России предложил обязать госкомпания отдавать на дивиденды не менее 50% прибыли в целях увеличения доходной части бюджета⁵. Дивиденды от госкомпаний – один из источников пополнения доходной части бюджета страны, поэтому неудивительно, что и в нашем исследовании из 350 наблюдений было выявлено, что госкомпания выплачивают дивиденды почти в два раза чаще, чем частные компании, теперь же они обязаны платить еще и более высокие дивиденды.

⁴ Лукасевич И. Финансовый менеджмент, учеб. М.: Эксмо, 2010. С. 650–760.

⁵ Силуанов: Решение о минимальных дивидендах для госкомпаний на уровне 50% принято. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/01/12/672729-reshenie-o-dividendah-prinyato>

Таблица 1

Корреляционная матрица, показывающая зависимости между переменными для компаний за период с 2009 по 2015 г.

Table 1

Correlation of variables for firms listed on MOEX between 2009 and 2015

Показатель	DIV 2	ASY	OWN	ROA	Liquidity	Profit Margin
DIV 2	1	–	–	–	–	–
ASY	–0,17411	1	–	–	–	–
OWN	0,142487	0,244384	1	–	–	–
ROA	0,2608	0,008572	0,140861	1	–	–
Liquidity	–0,02553	0,17664	0,1577	0,183353	1	–
Profit Margin	0,19214	0,025756	0,22285	0,759706	0,278285	1

Источник: рассчитано авторами на основе данных Ruslana и Bloomberg

Source: Authoring, based on data provided by Bloomberg and Ruslana

Таблица 2

Результаты линейной регрессии

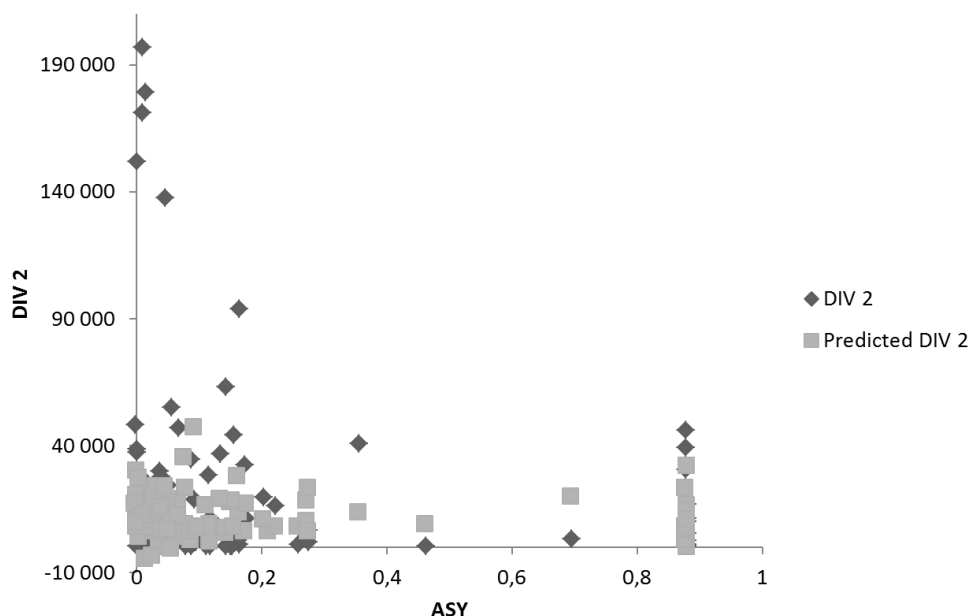
Table 2

The results of linear regression analysis

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ASY	-810,7278	8 823,35	-0,091884	0,9268
OWN	12 319,74	3 976,286	3,098304	0,0021
ROA	623,013	185,2699	3,362731	0,0009
Liquidity	-1 413,415	1 209,009	-1,169069	0,2432
Profit Margin	-15,6413	108,8356	-0,143715	0,8858
ASY*OWN	-18 801,26	12 035,94	-1,562093	0,1192
C	7 021,063	2 611,576	2,688439	0,0075
R-squared	0,102851	Mean dependent var		12 723,8
Adjusted R-squared	0,087158	S,D, dependent var		28 716,78
S,E, of regression	27 436,82	Akaike info criterion		23,29696
Sum squared resid	2,58E+11	Schwarz criterion		23,37412
Log likelihood	-4 069,967	F-statistic		6,553714
Durbin-Watson stat	1,904952	Prob(F-statistic)		0,000001

Источник: составлено авторами

Source: Authoring

Рисунок 1**Зависимость информационной асимметрии и дивидендных выплат****Figure 1****Dependence of information asymmetry on dividend payments**

Источник: составлено авторами по результатам регрессионного анализа

Source: Authoring, based on the regression analysis results

Список литературы

1. Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy and the “Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 1979, vol. 10, no. 1, pp. 259–270.
2. Li K., Zhao X. Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management*, 2008, vol. 37, no. 4, pp. 673–694.
3. Denis D., Osobov D. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, iss. 1, pp. 62–82.
4. Baker K., Dutta S., Saadi S. Impact of Financial and Multinational Operations on Manager Perceptions of Dividends. *Global Finance Journal*, 2008, vol. 19, no. 2, pp. 171–186.
5. Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 77, no. 3, pp. 483–527.
6. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. *NBER Working Paper*, 1999, vol. 6625.
7. Лукасевич И. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ // Управление корпоративными финансами. 2007. № 4. С. 228–241.
8. Ладан Л.Э. Дивидендная политика компании: оценка эффективности // Новая наука: Опыт, традиции, инновации. 2016. № 12-1. С. 101–104.
9. Гребенникова В.А., Подофеденко А.А. Дивидендная политика публичной компании и ее правовое регулирование в России // Заметки ученого. 2016. № 3. С. 19–25.

10. Abrutyn S., Turner R.W. Taxes and Firms' Dividend Policies: Survey Results. *National Tax Journal*, 1990, vol. 43, no. 4, pp. 491–496.
11. Byun H., Hwang L., Lee W. How Does Ownership Concentration Exacerbate Information Asymmetry Among Equity Investors? *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, vol. 19, iss. 5, pp. 511–534. doi: 10.1016/j.pacfin.2011.06.002
12. Anderson R., Duru C.A., Reeb D.M. Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 2009, vol. 92, iss. 2, pp. 205–222. URL: <https://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.006>
13. Drobetz W., Grüninger M.C., Hirschvogl S. Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking and Finance*, 2010, vol. 34, iss. 9, pp. 2168–2184.
14. Choi J.J., Sami H., Zhou H. The Impacts of State Ownership on Information Asymmetry: Evidence from an Emerging Market. *China Journal of Accounting Research*, 2010, vol. 3, iss. 1, pp. 13–48.
15. Hope O.K., Thomas W.B., Vyas D. Transparency, Ownership, and Financing Constraints in Private Firms. URL: [http://www.centerforpbefr.rutgers.edu/20thFEA/AccountingPapers/Session8/Hope, %20Thomas,%20and%20Vyas.pdf](http://www.centerforpbefr.rutgers.edu/20thFEA/AccountingPapers/Session8/Hope,%20Thomas,%20and%20Vyas.pdf)
16. Wang X., Manry D., Wandler S. The Impact of Government Ownership on Dividend Policy in China. *Advances in Accounting*, 2011, vol. 27, no. 2, pp. 366–372.
17. Allen F., Michaely R. Payout Policy. In: *Handbook of Economics and Finance*. G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (eds). Amsterdam, Elsevier, North-Holland, 2003, pp. 337–429.

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.

THE IMPACT OF INFORMATION ASYMMETRY ON THE DIVIDEND POLICY

Elena A. FEDOROVA^{a,*}, Ekaterina A. TETERINA^b^a Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
ecolena@mail.ru^b Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
katet13@gmail.com

* Corresponding author

Article history:

Received 19 April 2017

Received in revised form

11 May 2017

Accepted 30 May 2017

Available online 28 June 2017

JEL classification: C39, D82,
G35<https://doi.org/10.24891/fc.23.23.1334>**Keywords:** dividend policy,
information asymmetry, State-
owned company, dividend
signaling, signaling hypothesis**Abstract****Subject** The article considers internal factors influencing the dividend policy of companies. The focus is on the information asymmetry (which is measured by a deviation of actual earnings from expected), and on how a form of ownership (State or private) affects the information asymmetry and the entire dividend policy.**Objectives** The study aims to explore the dependence of dividend payments on internal indices and characteristics of the company, to find out whether the existing dividend theories are applicable in the Russian reality.**Methods** The empirical basis includes data on 50 Russian enterprises for the period from 2009 to 2015. We selected several variables to perform a regression analysis (the least square method).**Results** The study reveals an inverse relation between information asymmetry and dividend payments, in other words, when the asymmetry is higher, there is less chance that shareholders receive their dividends. We divide companies in two groups: State-owned and private. The analysis shows that State-owned companies pay dividends more often.**Conclusions** In Russia, payment of dividends is not an instrument for communicating information to capital markets.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

References

1. Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy and the “Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 1979, vol. 10, no. 1, pp. 259–270.
2. Li K., Zhao X. Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management*, 2008, vol. 37, no. 4, pp. 673–694.
3. Denis D., Osobov D. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, iss. 1, pp. 62–82.
4. Baker K., Dutta S., Saadi S. Impact of Financial and Multinational Operations on Manager Perceptions of Dividends. *Global Finance Journal*, 2008, vol. 19, no. 2, pp. 171–186.
5. Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 77, no. 3, pp. 483–527.
6. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World. *NBER Working Paper*, 1999, vol. 6625.
7. Lukasevich I. [Dividend policy: Theoretical aspects and peculiarities in Russia]. *Upravlenie korporativnymi finansami = Management of Corporate Finance*, 2007, no. 4, pp. 228–241. (In Russ.)

8. Ladan L.E. [Company's dividend policy: Performance evaluation]. *Novaya nauka: Opyt, traditsii, innovatsii* = *New Science: Experience, Tradition, Innovation*, 2016, no. 12-1, pp. 101–104. (In Russ.)
9. Grebennikova V.A., Podofedenko A.A. [Dividend policy of a public company and its legal framework in Russia]. *Zametki uchenogo* = *Notes of Scientist*, 2016, no. 3, pp. 19–25. (In Russ.)
10. Abrutyn S., Turner R.W. Taxes and Firms' Dividend Policies: Survey Results. *National Tax Journal*, 1990, vol. 43, no. 4, pp. 491–496.
11. Byun H., Hwang L., Lee W. How Does Ownership Concentration Exacerbate Information Asymmetry Among Equity Investors? *Pacific-Basin Finance Journal*, 2011, vol. 19, iss. 5, pp. 511–534. doi: 10.1016/j.pacfin.2011.06.002
12. Anderson R., Duru C., Reeb D.M. Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 2009, vol. 92, iss. 2, pp. 205–222. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.006>
13. Drobetz W., Grüninger M.C., Hirschvogel S. Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking and Finance*, 2010, vol. 34, iss. 9, pp. 2168–2184.
14. Choi J.J., Sami H., Zhou H. The Impacts of State Ownership on Information Asymmetry: Evidence from an Emerging Market. *China Journal of Accounting Research*, 2010, vol. 3, iss. 1, pp. 13–48.
15. Hope O.K., Thomas W.B., Vyas D. Transparency, Ownership, and Financing Constraints in Private Firms. Available at: <http://www.centerforpbefr.rutgers.edu/20thFEA/AccountingPapers/Session8/Hope,%20Thomas,%20and%20Vyas.pdf>
16. Wang X., Manry D., Wandler S. The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting*, 2011, vol. 27, no. 2, pp. 366–372.
17. Allen F., Michaely R. Payout Policy. In: *Handbook of Economics and Finance*. G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (eds). Amsterdam, Elsevier, North-Holland, 2003, pp. 337–429.

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.