**ВЛИЯНИЕ САМОУВЕРЕННОСТИ ГЕНЕРАЛЬНЫХ ДИРЕКТОРОВ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

***Акатьева Анастасия Львовна***

*студент 3 курса бакалавриата, факультет экономики*

*НИУ ВШЭ – Пермь, г. Пермь*

*E-mail:* [*alakateva@live.com*](mailto:alakateva@live.com)

***Научный руководитель: Завертяева М. А.***

*к.э.н., старший преподаватель кафедры финансового менеджмента*

*НИУ ВШЭ – Пермь, г. Пермь*

*E-mail:* [*marina.zavertiaeva@gmail.com*](mailto:marina.zavertiaeva@gmail.com)

**ABSTRACT**

*The article analyses the correlation between CEO overconfidence and dividend policy of Russian companies. This connection was empirically examined on the basis of sampling that included Russian emitters acting in mining operations sector during at least 10 years. It was revealed that the fact and degree of CEO overconfidence negatively affects the scale and presence of dividends paid to shareholders.*

**Key words:** *behavioral economics, CEO overconfidence, dividend policy*

**АННОТАЦИЯ**

*В статье приводится анализ взаимосвязи самоуверенности генеральных исполнительных директоров и дивидендной политики российских компаний. Данная взаимосвязь была эмпирически изучена на основе выборки российских компаний-эмитентов, действующих в отрасли добычи полезных ископаемых в течение минимум 10 лет. Было выявлено обратное воздействие факта и степени самоуверенности управленца на размер и наличие дивидендных выплат акционерам российских компаний.*

**Ключевые слова:** *поведенческая экономика, самоуверенность, дивидендная политика*

Любое акционерное общество или хозяйствующий субъект, получая прибыль, сталкивается с проблемой решения вопроса о дивидендной политике. Главной задачей этой политики является грамотное распределение прибыли между двумя каналами: дивидендными выплатами акционерам и направлению вырученных средств в нераспределенную прибыль с целью инвестирования внутренних проектов. В течение последних 50 лет классическая финансовая парадигма подвергается сомнению в связи с невыполнением главной ее предпосылки: абсолютной рациональности индивида. Как следствие, финансовая система начинает искать новую опору, что и приводит к внедрению в экономику поведенческой парадигмы. Данная теория утверждает, что учет иррациональности экономических агентов позволяет более полно описать закономерности принятия финансовых решений.

На лица, принимающие решения, влияют поведенческие факторы. Эти факторы могут быть как внутренними (ошибки менеджеров по причине ограниченности когнитивных ресурсов или эмоций), так и внешними (ошибки инвесторов и финансовых аналитиков). В данной работе рассмотрен один из внутренних факторов, связанных с отклонением в степени личной уверенности главных исполнительных директоров корпораций, а именно, их чрезмерная самоуверенность (CEO overconfidence) и ее влияние на дивидендную политику компании. В связи с тем, что эта область не была ранее изучена, целью данного исследования является поиск таковой взаимосвязи. Предположительно, уровень дивидендных выплат будет выше в фирмах, управляемых самоуверенным исполнительным директором.

Поведенческие финансы являются относительно новым течением в экономической теории. Первая работа на данную тему была опубликованная экономистами H Shefrin и M. Statman только в 1984 году. [Shefrin, Statman, 1984] С этого момента ученые поведенческой экономики стали публиковать и объединять свои работы. Была организована программа поведенческих финансов в Фонде Альфреда Слоуна[[1]](#footnote-1), затем в Фонде Рассела Сэйджа[[2]](#footnote-2), и, в конечном счете, в Национальном Бюро Экономических Исследований (NBER).

Взаимосвязь, исследуемая в данной работе, является первой в своем роде, поэтому необходимо рассмотреть литературу, затрагивающую как поведенческие аспекты дивидендной политики, так и самоуверенность генерального директора.

В 1984 году H Shefrin и M. Statman изучали причину предпочтения инвесторами наличных дивидендов, и в ходе исследования выявили, что дивиденды являются механизмом самоконтроля, который, в свою очередь, выступает в качестве поведенческой переменной. [Shefrin, Statman, 1984, p. 279–280] Такие ученые, как M. Baker и J. Wurgler в течение нескольких лет исследовали поведенческие аспекты дивидендных выплат. В частности, они уделили внимание теории удовлетворения предпочтений инвесторов и сделали вывод о том, что управляющие компании руководствуются настроением и выбором инвесторов при выплате дивидендов и назначении стоимости спекулятивных акций. [Baker, Wurgler, 2004, p. 1160–1161; Baker, Wurgler, 2007, p. 26-27]

Другая сторона данного исследования затрагивает влияние самоуверенности генерального директора, как одной из поведенческих переменных, на различные аспекты экономической деятельности агентов. Так, например, U. Malmendier и G. Tate утверждают, что самоуверенные директора имеют повышенную чувствительность корпоративных инвестиций к денежным потокам. Также такие директора переоценивают доход и полагают, что инвесторы недооценивают их компанию, как результат, они неохотно прибегают к внешнему финансированию. [Malmendier, Tate, 2005, p. 2695–2696; Malmendier, Tate, 2008, p. 42–43] I. Ben-David et al. выяснили, что самоуверенные главные финансовые директора больше инвестируют, но выплачивают меньше дивидендов. [Ben-David et al., 2007, p. 27] К тому же выводу в 2009 году пришли S. Deshmukh et al. [Deshmukh et al., 2009, p. 35–36] Эти исследования также были подтверждены U. Malmendier et al. в 2011 году: самоуверенные менеджеры используют внешнее финансирование в меньшей степени и, следовательно, выпускают меньше акций, чем рациональные управляющие. [Malmendier et al., 2011, p. 1714–1716]

В настоящей работе вводится следующее предположение: управления российских компаний, имеющих во главе самоуверенного генерального директора, имеют склонность принимать решение о выплате дивидендов и увеличивать направляемую на выплаты сумму с годами.

Для того чтобы определить самоуверенность, необходимо составить список компаний, удовлетворяющих ряду следующих характеристик. Во-первых, возраст компании не должен быть меньше, чем три года. Во-вторых, предприятия в выборке должны быть эмитентами, что подразумевает выпуск и реализацию дивидендов. В-третьих, рассматриваемой отраслью является добыча полезных ископаемых. В-четверых, исследуемые предприятия должны иметь общую организационно-правовую форму: акционерное общество.

Для поиска взаимосвязи степени самоуверенности генерального директора и дивидендных выплат его компании применен корреляционный метод анализа. Далее полученные результаты будут соотнесены с гипотезой о прямой взаимосвязи степени самоуверенности и размеров дивидендных выплат, если решение об их выплате было принято советом директоров.

Во время предварительного анализа данных была собрана информация о компаниях, действующих в отрасли добычи полезных ископаемых. Для анализа были выбраны те компании, которые были включены базой данных СПАРК в список эмитентов. Все компании, включенные в выборку, насчитывали срок деятельности более чем десять лет. Количество компаний, подходивших по всем параметрам, в конечном счете, оказалось 99.

За основу самоуверенности взят метод, приближенный к тому, что использовался в статье A. Galasso и T.S. Simcoe. Эти авторы в качестве фактора, определяющего самоуверенность генерального директора, использовали наличие у этих директоров фондовых опционов их собственной компании. Авторами предполагалось, что если директор держит опцион до последнего, даже когда максимальный уровень стоимости этого опциона миновал, то такого директора следует считать слишком уверенным в себе. [Galasso, Simcoe, 2010, p. 5–7] За основу определения самоуверенности в данном исследовании взят факт наличия у генерального исполнительного директора доли акций компании, которой он управляет.

Также было введено промежуточное ограничение в модели. Было принято допущение: если лицо является генеральным исполнительным директором компании, то его можно считать аффилированным. В системе СПАРК представлены ежегодно или ежеквартально публикуемые компаниями списки аффилированных лиц. Данные списки включали генеральных директоров 24 из 99 компаний. Более того, в этих списках предоставляется информация о доле обыкновенных акций, принадлежащих каждому аффилированному лицу. Это позволило определить не только факт, но и степень самоуверенности генеральных директоров каждой компании из выборки.

Вторая переменная характеризуется информацией о дивидендах в отчетах, публикуемых в базе СПАРК. При определении дивидендной политики рассматриваются выплаты также только по обыкновенным акциям.

Для определения взаимосвязи переменных применен ранговый коэффициент корреляции Спирмена. Ранг 24 присвоен предприятию с генеральным директором, обладающим наибольшим численным значением доли обыкновенных акций (наиболее самоуверенный). Ранг 24 причисляется типу дивидендной политики, характеризующимся не только наличием факта принятия решения, но и стабильным и долгосрочным ростом в общей сумме начислений на выплаты дивидендов.

Значение коэффициента ранговой корреляции установилось на уровне 𝜌 = –0,27283, оно является значимым на уровне 20%. Полученное значение является отрицательным. Это означает, что чем самоувереннее является директор, тем более склонна его компания к непринятию решения о выплатах дивидендов, а том случае, когда решение все-таки принимается, общая сумма средств, направляемая на дивидендные выплаты, снижается. Однако о данной зависимости мы можем утверждать с вероятностью лишь в 80%, что может быть объяснено малым количеством компаний в выборке, а также присутствием некой доли субъективизма при ранжировании предприятий по обоим признакам. Тем не менее, можно утверждать, что гипотеза была эмпирически опровергнута. Несмотря на тот факт, что взаимосвязь оказалась слабой, можно отметить присутствие в финансовой деятельности генеральных директоров поведенческой составляющей.

**СПИСОК ИСТОЧНИКОВ**

*Baker M., Wurgler J.* A Catering Theory of Dividends // Journal of Finance. 2004. No. 3. P. 1125–1165.

*Baker M., Wurgler J.* Investor Sentiment in the Stock Market // Journal of Economics Perspectives. NBER Working Paper No. 13189. 2007.

*Ben-David I. et al.* Managerial Overconfidence and Corporate Policies. Working paper. 2007.

*Deshmukh S. et al.* CEO Overconfidence and Dividend Policy. Working Paper. Federal Reserve Bank of Chicago. No. 2009-06.

*Galasso A., Simcoe T.S.* CEO Overconfidence and Innovation. NBER Working Paper. 2010. No. 16041.

*Malmendier U., Tate G*. CEO Overconfidence and Corporate Investment // Journal of Finance. 2005. No. 60. P. 2661–2700.

*Malmendier U., Tate G.* Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction // Journal of Financial Economics. 2008. No. 89(1). P. 20–43.

*Malmendier U. et al.* Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies // Journal of Finance. 2011. Vol. 66(5). P. 1678-1733.

*Shefrin J., Statman M.* Explaining Investor Preference for Cash Dividends // Journal of Financial Economics. 1984. No. 13(1). P. 253–282

1. Alfred P. Sloan Foundation - американская благотворительная некоммерческая организация, основанная в 1934 году. [↑](#footnote-ref-1)
2. Russell Sage Foundation – американской фонд, занимающийся финансированием и публикацией исследовательских работ по гуманитарным наукам, основан в 1907 году. [↑](#footnote-ref-2)