

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Г. Б. Шагалева¹

аспирантка кафедры фондового рынка и рынка инвестиций Государственного университета — Высшая школа экономики (Москва)

НАЛОГОВАЯ СРЕДА И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ²

Основные дивидендные теории базируются на раскрытии несовершенств реального мира, т. е. строятся на снятии предпосылок теоремы Миллера и Модigliани об иррелевантности дивидендной политики и стоимости компании на совершенном рынке капитала (Miller, Modigliani, 1961). Одним из несовершенств и соответствующим объяснением целесообразности дивидендных выплат является наличие различных условий налогообложения для разных групп инвесторов по приросту капитала и по текущему доходу в виде дивидендов в денежной форме (cash dividend). Согласно теории доход на капитал можно считать более предпочтительным для инвесторов, поскольку налоговые платежи на прирост капитала являются отсроченными (платится только при продаже ценных бумаг или долей владения), тогда как налог на дивиденды нужно платить в текущем периоде вне зависимости от желания собственника. Кроме того, следует учитывать, что выплата дивидендов порождает фактически двойное налогообложение собственников, так как сначала компания платит налог на прибыль (корпоративный налог), а из оставшейся суммы, направляемой на дивиденды, изымается еще подоходный налог. Поэтому требуемая доходность инвесторов будет выше для компаний, которые выплачивают высокие дивиденды, а стоимость компании соответственно будет снижаться. Базовой теоретической работой в данном направлении считается работа Бреннан (Brennan, 1970). Он сконструировал модель, показывающую, что происходит, когда вводятся налоги в совершенный при прочих равных условиях рынок, и обнаружил, что модель оценки долгосрочных активов продолжает работать, но с данными после уплаты налогов. При этом разница между доналоговым и посленалоговым доходом определяется средневзвешенными налоговыми ставками инвестора.

Существуют три основных способа эмпирической проверки влияния налога на дивидендную политику компании.

1. Анализ связи доналоговой нормы отдачи и дивидендной доходности компании. При этом, если налог на дивиденды значим и превышает налог на прирост капитала, то доналоговая норма отдачи должна возрасти на размер дивидендной доходности, чтобы компенсировать более высокий налог. (Black, Scholes, 1974; Gordon, Bradford, 1980; Miller, Scholes, 1982) провели подобные

¹ Эл. адрес: a.gulnaz@gmail.com

² Работа выполнена в рамках гранта факультета экономики ГУ—ВШЭ.

исследования для рынка США и не нашли подтверждения тому, что налоговые различия между дивидендами и приростом капитала влияют на доналоговую доходность компании. Напротив, (Litzenberger, Ramaswamy, 1979) на основе данных Нью-Йоркской фондовой биржи смогли показать обратное.

2. Анализ поведения цен акций на дату закрытия реестра. В отсутствие налога на дивиденды цена акции на экс-дивидендную дату должна упасть на величину дивиденда. Если налог на дивиденды значим и превышает налог на прирост капитала, то биржевая цена акции должна снизиться меньше, чем на величину дивиденда. (Elton, Gruber, 1970) на данных американского рынка показали, что цены акций на экс-дивидендную дату снизились на меньшую величину, чем дивиденд. (Poterba, Summers, 1985) и (Lasfer, 1996) показали такой же результат для рынка Великобритании. Однако другие исследования демонстрируют, что налогообложение не влияет на дивидендную политику компании, например, (Hearth, Rimbey, 1993) для США, или (Lakonishok, Vermaelen, 1983) на выборке из канадских компаний.

3. Анализ влияния изменений в налоговом законодательстве на дивидендную политику компаний. Этот способ позволяет провести естественный эксперимент, чтобы проверить влияние налоговой среды на дивидендную политику фирм. В последнее время экономисты часто используют именно этот метод эмпирической проверки, поэтому мы рассмотрим его более внимательно. Например, в работах (Perez-Gonzales, 2003; Chetty, Saez, 2004; Brown, Liang, Weisbenner, 2007) показано, что дивидендная политика компании зависит от налогообложения ее акционеров. В работе (Perez-Gonzales, 2003) изучаются изменения дивидендной политики американских компаний в результате налоговых реформ с 1981 по 1999 г. и делается вывод, что чем больше налоговое бремя на дивиденды по сравнению с налогами на прирост капитала, тем меньше уровень дивидендных выплат. Более того, этот результат справедлив только для фирм, крупные акционеры которых подпадают под действие налоговых реформ. То есть результаты исследования подтверждают клиентскую налоговую гипотезу, согласно которой фирмы выбирают ту дивидендную политику, которая учитывает интересы основных акционеров компании, в том числе связанные с их налогообложением. Чети и Саец (Chetty, Saez, 2004) отмечают 20%-ное увеличение дивидендных платежей в США после снижения налога на дивиденды в 2003 г.¹ Причем самое сильное снижение наблюдалось для компаний, налогообложение акционеров которых поменялось в результате данной реформы. Далее авторы сравнивают реакцию американского рынка на снижение налога в 2003 г. и на другую заметную налоговую реформу — снижение налога в 1986 г.² Интересно, что рынок отреагировал менее активно на реформу 1986 г. — был лишь временный всплеск специальных дивидендных выплат среди нескольких крупнейших компаний США. К сожалению, авторы не объясняют такого различия.

В работе (Brown, Liang, Weisbenner, 2007) также изучался эффект налоговой реформы 2003 г. в США. Авторы попытались выявить, какие фирмы сильнее реагируют на изменения налогов — фирмы, в которых менеджеры являются собственниками, или фирмы, в которых менеджмент получает вознаграждения в виде наличности или опционных программ. Так, компании с высокой долей акций, принадлежащих менеджменту, значительно повысили уровень дивидендов в результате снижения налога на дивиденды, поскольку менеджеры имели

¹ В результате налоговой реформы 2003 г. США предельная налоговая ставка на дивиденды была снижена с 38,6 до 15%, ставка на доходы от прироста капитала снизилась с 20 до 15%. Причем налоговая реформа была стремительной и неожиданной для рынка. Поэтому ее можно трактовать как экзогенное событие для рынка.

² В 1986 г. предельная налоговая ставка на дивиденды в США была снижена с 50 до 28%.

для этого личный стимул. Помимо этого, авторы показали, что, несмотря на рост уровня дивидендных выплат, около 1/3 компаний, которые инициировали дивиденды в 2003 г., снизили уровень выкупа акций настолько, что общая сумма выплат акционерам (дивиденды + выкуп акций) даже снизилась. Это может говорить, по мнению авторов, о том, что дивиденды и выкуп акций являются субститутами.

В США, Голландии, Швейцарии Ирландии и других странах действует так называемая классическая налоговая система, которая подразумевает двойное налогообложение дивидендов: на уровне компании и отдельного акционера. Однако, чтобы устранить проблему двойного налогообложения дивидендов, многие страны ввели у себя интегрированные системы корпоративных и личных налогов.

В некоторых странах принята система вмененного налога с дивидендов (*imputation tax system*)¹, которая обеспечивает акционерам налоговый кредит в размере всего или части корпоративного налога, заплаченного компанией. Двойное налогообложение дивидендов исключается тем, что компания, распределяющая дивиденды, является налоговым агентом по налогам, подлежащим уплате акционером.

Такая система увеличивает денежный поток для акционеров, уменьшая сумму налогов, поступающих в государственный бюджет. Это увеличение денежного потока может выражаться в форме либо снижения налога, причитающегося с акционера, либо возмещения ему части уже уплаченного налога в зависимости от общей величины налоговых обязательств акционера.

В табл. 1 показан пример калькуляции налогового кредита в системе вмененного налога и выведена разница в чистом денежном потоке для трех групп инвесторов с налоговыми ставками 0, 20 и 35% по сравнению с системой двойного налогообложения.

Таблица 1

Работа системы вмененного налога с дивидендов*

Числовые данные, кроме первых четырех строк, млрд евро						
	Двойное налогообложение, %			Вмененный налог, %		
Ставка корпоративного налога, %	37	37	37	37	37	37
Налоговый кредит (ставка на дивиденды, %)	0	0	0	56	56	56
Коэффициент дивидендных выплат, %	40	40	40	40	40	40
Ставка налога для акционеров, %	0	20	35	0	20	35
Денежный поток компании, усл. ден. ед.						
Доналоговая прибыль	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Корпоративный налог	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0
Чистая прибыль	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0
Выплаченные денежные дивиденды	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Налогообложение акционеров						
Налоговая база акционеров	25,2	25,2	25,2	39,36	39,3**	39,3
Налоги акционеров	0,0	5,0	8,8	0,0	7,9	13,8
Налоговый кредит в денежном выражении	0,0	0,0	0,0	14,1	14,1	14,1
Выплаченные (-)/полученные (+) налоги	0,0	-5,0	-8,8	14,1	6,2	0,4
Денежный поток акционеров						
Полученные денежные дивиденды	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2

¹ Другие названия системы вмененного налога — условная система, импутационная система.

Окончание табл. 1

	Двойное налогообложение, %			Вмененный налог, %		
Выплаченные (-)/полученные (+) налоговые суммы	0,0	-5,0	-8,8	14,1	6,2	0,4
Чистые денежные средства, получаемые акционерами	25,2	20,2	16,4	39,3	31,4	25,6

* За основу взят пример из: (Коупленд, Коллер, Муррин, 2005).

** Фактические денежные дивиденды в валовом выражении, т. е. включая налоговый кредит.

Налоговый кредит равен сумме выплаченных за год дивидендов, умноженной на ставку налогового кредита по дивидендам.

При системе вмененного налога налоговая база акционеров возрастает на сумму налогового кредита (в данном случае $39,3 > 25,2$). Соответственно налоги акционеров также возрастают. Однако за счет того, что акционеру выплачивается налоговый кредит, сумма налога при системе вмененного налога меньше, чем при классической системе (в данном случае получается, что акционер даже получает налоги, вместо того чтобы их заплатить).

Иногда встречается система налогообложения дивидендов, которая называется *split-rate system*. Это двухуровневая налоговая система, по которой нераспределенная прибыль облагается налогом по большей ставке, чем прибыль, предназначенная для выплаты дивидендов.

Ниже представлена табл. 2, составленная (Alzahrani, Lasfer, 2008), которая характеризует налогообложение дивидендов в различных странах мира с учетом изменений последних лет. Представлены типы налоговой системы и основные налоговые ставки, которые были приняты с 2000 по 2006 гг. в каждой конкретной стране.

Данные в столбцах 4 и 5 представляют предельные законодательно установленные налоговые ставки (*top statutory tax rates*) на распределяемую прибыль на уровне компаний, выплачивающих дивиденды, и на уровне акционеров-резидентов, получающих дивиденды. Столбец 6 содержит данные о чистом налоге на дивиденды для акционеров с учетом налоговых кредитов. Столбец 7 показывает предельные налоговые ставки на прирост капитала для индивидуальных инвесторов-резидентов.

Таблица 2

Налогообложение дивидендов в разных странах мира

Страна	Годы	Тип системы	Ставка корпоративного налога на распределенную прибыль, %	Ставка индивидуального налога на распределенную прибыль, %	Чистый индивидуальный налог на распределенную прибыль, %	Налог на прирост капитала, %
1	2	3	4	5	6	7
Австралия	2000	Полный вмененный налог	34	49	22	49
Австралия	2001–2005	Полный вмененный налог	30	49	26	24
Австралия	2006	Полный вмененный налог	30	47	24	24
Австрия	2000–2004	Классическая	34	25	25	0
Австрия	2005–2006	Классическая	25	25	25	0
Бельгия	2000–2002	Классическая	40	15	15	0
Бельгия	2003–2006	Классическая	34	15	15	0
Канада	2000	Частичный вмененный налог	45	48	32	32

Окончание табл. 2

Страна	Годы	Тип системы	Ставка корпоративного налога на распределенную прибыль, %	Ставка индивидуального налога на распределенную прибыль, %	Чистый индивидуальный налог на распределенную прибыль, %	Налог на прирост капитала, %
1	2	3	4	5	6	7
Канада	2001	Частичный вмененный налог	42	46	31	23
Канада	2002	Частичный вмененный налог	39	46	31	23
Канада	2003	Частичный вмененный налог	37	46	31	23
Канада	2004–2005	Частичный вмененный налог	36	46	31	23
Канада	2006	Частичный вмененный налог	36	46	23	23
Дания	2000	Классическая	32	40	40	0
Дания	2001–2004	Классическая	30	43	43	0
Дания	2005–2006	Классическая	28	43	43	0
Финляндия	2000–2004	Полный вмененный налог	29	29	0	29
Финляндия	2005	Частичный вмененный налог	26	28	16	29
Финляндия	2006	Частичный вмененный налог	26	28	20	29
Франция	2000	Полный вмененный налог	38	61	41	26
Франция	2001	Полный вмененный налог	36	60	40	26
Франция	2002	Полный вмененный налог	35	57	36	26
Франция	2003	Полный вмененный налог	35	56	33	26
Франция	2004	Полный вмененный налог	35	56	34	26
Франция	2005	Частичный вмененный налог	35	56	32	26
Франция	2006	Частичный вмененный налог	34	49	33	26
Германия	2000	Сплит	43	51	31	0
Германия	2001–2002	Частичный вмененный налог	39	51	26	0
Германия	2003	Частичный вмененный налог	40	51	26	0
Германия	2004	Частичный вмененный налог	39	47	24	0
Германия	2005–2006	Частичный вмененный налог	39	44	22	0
Ирландия	2000	Классическая	24	44	44	20
Ирландия	2001	Классическая	20	42	42	20
Ирландия	2002	Классическая	16	42	42	20
Ирландия	2003–2006	Классическая	13	42	42	20
Мексика	2000–2002	Полный вмененный налог	35	35	0	0
Мексика	2003	Полный вмененный налог	34	34	0	0
Мексика	2004	Полный вмененный налог	33	33	0	0
Мексика	2005	Полный вмененный налог	30	30	0	0
Мексика	2006	Полный вмененный налог	29	29	0	0
Польша	2000	Классическая	30	20	20	20
Польша	2001	Классическая	28	15	15	15
Польша	2002	Сплит	28	15	15	15
Польша	2003	Классическая	27	15	15	15
Польша	2004–2006	Классическая	19	19	19	19
Турция	2000–2002	Частичный вмененный налог	33	50	31	0
Турция	2003	Частичный вмененный налог	30	45	24	0
Турция	2004	Частичный вмененный налог	33	45	23	0
Турция	2005	Частичный вмененный налог	30	40	20	0
Турция	2006	Частичный вмененный налог	30	35	18	0

Источник: (Alzahrani, Lasfer, 2008).

Из табл. 2 можно видеть, что в странах с вмененным налогом фактическая налоговая ставка на дивиденды меньше, чем законодательно закрепленная, благодаря действию налоговых кредитов.

Отметим, что налогообложение дивидендов (столбец 5) и прироста капитала (столбец 7) значительно различаются в отдельных странах. При этом можно констатировать, что в большинстве стран налог на дивиденды больше, чем налог на прирост капитала. Однако из-за действия налоговых кредитов разница между налогами на дивиденды и на прирост капитала в некоторых странах уменьшается. И тем не менее дивиденды широко распространены и в странах с условным налогообложением дивидендов, и в странах с классической системой. Именно поэтому экономисты и говорят о дивидендной головоломке.

Мотивы изменения налоговых ставок различны — стремление государства повысить привлекательность долгосрочных инвестиций в акции, улучшить собираемость налогов и т. д.

В работе (Alzahrani, Lasfer, 2008) в результате исследования дивидендной политики компаний в странах с различными налоговыми системами пришли к следующим выводам. Самый большой коэффициент дивидендных выплат наблюдается в странах с системой полного вмененного налога, тогда как самый маленький — в странах с классическим налогообложением дивидендов. Поскольку системы с вмененным налогом являются более привлекательными налоговыми режимами, такой результат вполне ожидаем.

Вероятность выплачивать дивиденды (а также вероятность инициировать или увеличить дивиденды) больше в странах с полным вмененным налогом, меньше в странах с частичным вмененным налогом и самая маленькая в странах с классической системой. Обратная ситуация наблюдается для оценки вероятности снизить или прекратить дивиденды. Это также вписывается в рамки налоговой теории дивидендов.

Наконец, изучив сверхдоходность акций на дату закрытия реестра (*ex-day abnormal returns*), Альзахрани и Ласфер увидели, что в странах с полным вмененным налогом эта доходность меньше, чем в странах с частичным вмененным налогом. При этом в странах с классической системой экс-дивидендная доходность самая маленькая. Отметим, что последний результат противоречит налоговой гипотезе, согласно которой в странах с классической системой доходность на дату закрытия реестра акционеров должна быть самая высокая. Проведя дополнительный анализ, авторы пришли к выводу, что на результат большое влияние оказывают данные Японии и США, характеризующиеся страновыми особенностями. Исключив эти страны из выборки, Альзахрани и Ласфер смогли подтвердить налоговую гипотезу — в странах с классическим налогообложением дивидендов доходность акций на дату закрытия реестра оказалась самой высокой. В табл. 3 представлены результаты их исследования.

Основной результат работы (Alzahrani, Lasfer, 2008) состоит в демонстрации того, что на дивидендную политику компаний влияет соотношение между налоговыми ставками на дивиденд и прирост капитала. Тогда как тип налоговой системы определяет лишь размеры изменений.

Представляет интерес статья (Korkeamaki, Liljebloom, Pasternack, 2009), посвященная анализу налоговой реформы в Финляндии в 2004 г., которая предполагала переход от системы полного вмененного налога к системе частичного налогообложения дивидендов. В результате реформы налогообложение отдельных типов инвесторов Финляндии изменилось по-разному. Индивидуальные инвесторы (*individual shareholder*), к которым раньше фактически применялась нуле-

Таблица 3

**Характеристика дивидендной политики компаний
при действии трех различных систем налогообложения, %**

Система	Платель- щики дивидендов	Инициаторы дивидендов	Прекращение дивидендов	Увеличение дивидендов	Снижение дивидендов	Коэффициент дивидендных выплат	Эксдиви- дендная доходность
Классическая	94	1	2	57	38	24	0,3* (1,2**)
Частичный вме- ненный налог	68	3	4	47	24	36	0,9
Полный вме- ненный налог	89	2	3	56	36	39	0,4
Всего	83	2	3	53	32	30	

* С учетом США и Японии.

И с т о ч н и к: (Alzahrani, Lasfer, 2008).

** Без учета США и Японии.

вая налоговая ставка, стали платить 19,6%-ный налог на дивиденды¹. Тогда как некоторые институциональные инвесторы (взаимные фонды, государственные организации) были освобождены от налогов. В некоторых случаях дивиденды, полученные корпорацией от другой корпорации, также освобождены от налогов (например, когда компания владеет не менее 10% акций компании, выплачивающих дивиденды).

Авторы статьи исследовали, как повлияла налоговая реформа и на инвесторов, и на компании. Анализируя, как изменяется дивидендная политика в результате изменения состава акционеров компании, а также как изменяется состав акционеров в результате изменения дивидендной политики, авторы пытаются выявить взаимосвязь этих двух факторов в контексте налоговой реформы.

Результаты исследования подтверждают, что налоговая среда влияет как на структуру собственников, так и на дивидендную политику компаний. Так, после налоговой реформы значительно уменьшилась доля индивидуальных инвесторов, тогда как взаимные фонды увеличили свои доли в компаниях. За год до реформы в ожидании налоговых изменений² компании, в которых большинство акционеров — индивидуальные инвесторы, выплатили значительные дивиденды, после же реформы дивиденды таких фирм существенно снизились.

Рассмотренные публикации посвящены проверке налоговой гипотезы на базе компаний из развитых стран. Однако в последнее время растет интерес и к развивающимся рынкам капитала.

Рассмотрим, например, статью (Al-Malkawi, 2005), посвященную рынку Иордании. Автор изучил влияние различных условий налогообложения для разных групп инвесторов на дивидендную политику компаний. Он продемонстрировал, что налоги практически не оказывают влияния на дивидендную политику иорданских фирм.

Аль-Малкави ставил задачу выявить влияние на дивидендную политику компаний ужесточения налогового режима в 1996 г. (введение 10%-ного налога на дивиденды)³. Предполагалось, что такая мера сократит дивидендные платежи. Однако, как показал эмпирический тест, налоговый эффект оказался незначимым для дивидендной политики фирм Иордании. Этот же автор показал, что

¹ В табл. 2 указано, что налоговая ставка на дивиденды в Финляндии составляет 28%. Особенностью Финляндии является то, что только 70% всех дивидендов облагаются налогом. Таким образом, эффективная ставка равна 19,6% ($0,7 \times 28\%$).

² Налоговая реформа готовилась с 2002 г.

³ Ранее мы отмечали, что анализ изменений налогового законодательства является хорошей возможностью на практике увидеть влияние налога на дивидендную политику фирм.

существует положительная значимая связь между дивидендной доходностью и наличием государства в качестве акционера компании. Другими словами, государственные компании склонны выплачивать повышенные дивиденды. Аль-Малкави считает, что это может быть результатом и агентской теории, и налоговой, поскольку государственные компании в Иордании имеют налоговые привилегии в отношении дивидендного дохода.

К неожиданным результатам пришли (Kadapakkam, Martinez, 2008), проанализировав поведение мексиканского рынка после закрытия реестра акционеров. В Мексике действует система полного вмененного налога на дивиденды, т. е. фактически акционеры не платят налог на дивиденды. Экономисты ожидали, что избыточная дивидендная доходность после экс-дивидендной даты будет отрицательной или нулевой, однако она оказалась положительной. По мнению авторов, такой результат может трактоваться как мексиканская головоломка, так как не вписывается ни в одну дивидендную теорию.

Вмененный налог — один из способов избежать двойного налогообложения дивидендов. Еще один вариант — налогообложение распределенной прибыли (*distributed profit taxation, DPT*). Согласно данному режиму корпоративный налог на прибыль базируется на сумме распределенной прибыли в виде дивидендов, выкупа акций или других видов распределения прибыли акционерам в течение налогового периода. В соответствии с данной системой налогом не облагается прибыль, не распределяемая компанией. В отличие от традиционной системы (*gross profit taxation, GPT*), где корпоративный налог на прибыль считается от заработной платы в налоговом периоде прибыли компании.

В статье (Nazak, 2009) представлено эмпирическое исследование дивидендной политики компаний на развивающемся рынке Эстонии, на котором в 2000 г. была введена система налогообложения распределенной прибыли вместо традиционной системы. Результаты регрессионного анализа говорят о том, что в результате введения нового налогового режима увеличилась доля нераспределенной прибыли компаний (на 4,7 п. п.). При этом увеличившаяся нераспределенная прибыль компаний необязательно расходуется на инвестиционные цели. Напротив, она часто направляется на выплаты по обязательствам и аккумуляцию ликвидных активов. Исследование показывает, что компании, действующие в рамках системы DPT, меньше используют внешнее финансирование, чем компании, действующие в рамках GPT. В результате автор делает заключение, что система DPT положительно сказывается на ликвидности и стабильности компаний, однако может привести к неоптимальному распределению активов. Кроме того, в рамках DPT могут чаще проявляться агентские конфликты.

В последнее время появляются интересные работы, посвященные дивидендной политике и российских компаний. Например, А. И. Ульянов (Ульянов, 2008) изучает роль дивидендов в российской экономике на основе дивидендной политики 18 крупнейших компаний России (нефтегазовой, телекоммуникационной и металлургической отраслей) в 2000—2006 гг. Автор провел анализ взаимосвязи коэффициента «цена/доходность» и ряда других финансовых коэффициентов, в том числе нормы дивидендных выплат. Он отметил, что коэффициент «цена/доходность» и норма дивидендных выплат связаны положительно. Дополнительно Ульянов сопоставил динамику дивидендных выплат и индикаторов финансового рынка — денежной массы M2, объема кредитов, предоставленных банками организациям и физическим лицам, среднесуточного значения РТС и международных резервов Российской Федерации. Он увидел, что динамика этих показателей совпадает, и из этого сделал вывод, что компании при проведении дивидендной политики ориентируются не только на собственные

финансовые результаты, но и на состояние финансового рынка. Однако, на наш взгляд, из-за недостаточной статистической базы результаты данной работы не всегда являются убедительными.

Интересна работа Т. В. Тепловой (Теплова, 2008), в которой проверяется сигнальная теория дивидендов на базе российских компаний. Она показала, что увеличение дивидендов (так называемая хорошая новость) на отрезке 1999—2006 гг. вызывает негативную реакцию фондового рынка. Интересно, что в работе показана реакция как развивающегося рынка (российской биржи РТС), так и развитого (зарубежных площадок, где котируются депозитарные расписки российских компаний).

Гипотеза о том, что реакция на «хороший» сигнал российской компании будет положительной, не подтвердилась в рамках выборки. Но если учесть, что в выборку вошли наиболее бурно развивающиеся российские компании, то отрицательная реакция рынка на «хорошую» новость точно соотносится с выводами сигнальной модели, учитывающей инвестиционные возможности компаний. На зарубежных биржах негативная реакция оказалась более выраженной, западные инвесторы ждут более высокого уровня инвестиций и плохо воспринимают рост денежных выплат собственникам.

А. Г. Воробьев в своем исследовании изучает пути оптимизации дивидендной политики акционерного общества (Воробьев, 2006). Существует три основных типа дивидендной политики: 1) консервативная; 2) умеренная; 3) агрессивная.

Ниже на рис. 1 представлены типы, а также их подтипы.

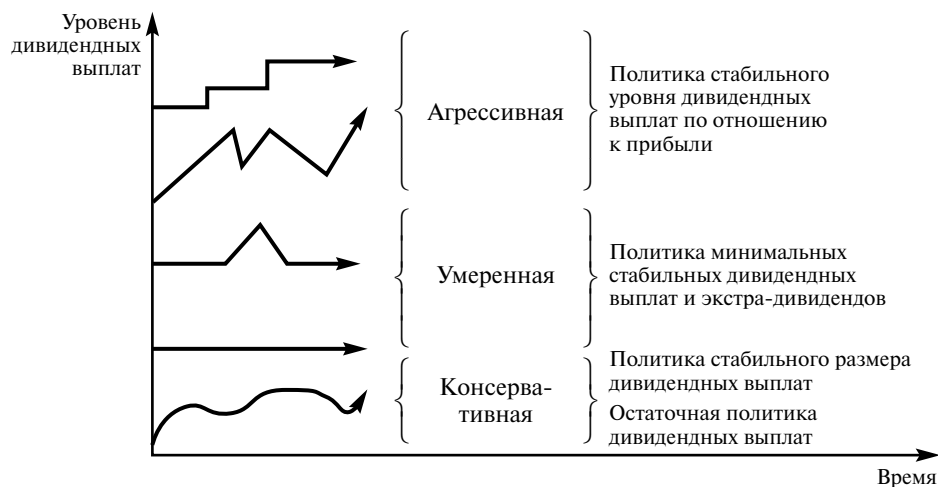


Рис. 1. Типы и подтипы дивидендной политики акционерного общества

Источники: (Воробьев, 2006).

Оценив рыночные возможности, потребности в инвестициях, уровень рентабельности, уровень кредитоспособности и стоимость заемного капитала в различных отраслях промышленности России, Воробьев делает вывод, что для большинства российских компаний в настоящее время актуальна консервативная дивидендная политика. Есть и другие направления исследований. Например, (Силкина, 2006) и (Булавко, 2007) в своих работах предложили методики определения уровня дивидендных выплат.

Однако работ по российскому рынку, в которых рассматриваются вопросы налогообложения дивидендов, в настоящий момент немного. Нам удалось познакомиться с одной работой, автором которой является (Будилов-Неттельманн, 2002). Автор проанализировал правовые условия налогообложения дивидендов в России и в Федеративной Республике Германия, делая акцент на

проблеме устранения двойного налогообложения дивидендов. Кроме того, Будилов-Неттельманн показал, что налоговые реформы, проводимые в России и ФРГ в 1998—2002 гг., влияют на совокупное налоговое бремя на национальном и межгосударственном уровнях. Соответственно в результате налоговых реформ должно меняться и поведение компаний.

Данная работа является в большей степени теоретической, построенной на анализе национальных нормативно-правовых актов России и ФРГ, а также международных юридических актов. Однако с учетом многочисленных изменений налогового законодательства Российской Федерации на сегодня многие аспекты работы становятся неактуальными.

Краткое резюме названных работ, в которых изучается влияние налогообложения на дивидендную политику компаний на зарубежных развивающихся рынках, представлено в таблице приложения.

Влияние налогообложения на дивидендную политику компаний в России

Рассмотрим кратко историю налоговой ставки на дивиденды в России.

1 января 2002 г. вступил в силу Федеральный закон от 6 августа 2001 г. № 110-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и некоторые другие акты законодательства Российской Федерации о налогах и сборах». Вместо ставки налога на дивиденды в 30% была установлена ставка 6% (п. 4 ст. 224 Налогового кодекса РФ). С 2005 г. ставка налога на дивиденды возросла и составила 9%. Эти изменения внес Федеральный закон от 29 июля 2004 г. № 95-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу некоторых законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации о налогах и сборах».

С начала 2008 г. в Налоговый кодекс РФ вновь введены изменения. На этот раз применительно к доходам, полученным в виде дивидендов от участия в других организациях. С 2008 г. для исчисления налога на прибыль по доходам, полученным в виде дивидендов юридическими лицами, введена новая, «нулевая» ставка (подп. 1 п. 3 ст. 284 НК РФ). Применять данную льготу возможно только российским фирмам. Причем неважно, от каких организаций — отечественных или зарубежных — такой доход получен.

Главным критерием в этом случае будет выполнение следующих условий:

- на дату принятия решения о выплате дивидендов получающая их компания непрерывно владела на праве собственности не менее чем 50% вклада в уставный капитал (депозитарными расписками на право получения выплат) в течение срока, превышающего 365 дней;
- стоимость приобретения такого вклада (или депозитарных расписок) превышает 500 млн руб.¹

Ниже представлены рис. 2 и 3, демонстрирующие динамику дивидендной политики 74 крупнейших российских компаний в 2000—2008 гг. (по обыкновенным и привилегированным акциям). Темный цвет показывает количество фирм, которые увеличили дивиденды в конкретном году (рост показателя дивиденда на акцию), белый — количество фирм, которые сократили дивиденд на акцию. Сплошным кругом выделены изменения дивидендной политики компаний в 2002 г., когда ставка налога на дивиденды сократилась с 30 до 6%, пунктирным кругом показаны изменения дивидендной политики компаний в 2005 г., когда ставка выросла до 9%.

¹ Этот подпункт отменен в 2009 г.



Рис. 2. Динамика дивидендной политики российских компаний (обыкновенные акции). 2000—2008 гг.

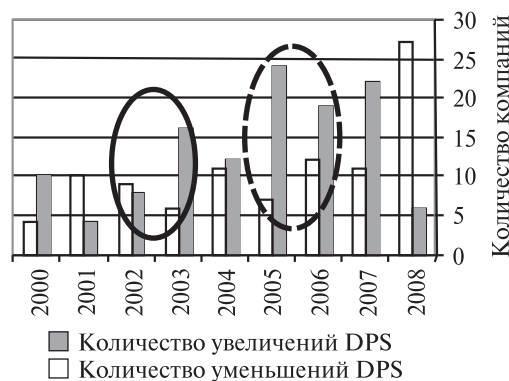


Рис. 3. Динамика дивидендной политики российских компаний (привилегированные акции). 2000—2008 гг.

И с т о ч н и к: расчеты автора на основе данных компаний

Отметим, что, когда ставка налога на дивиденды снизилась с 30 до 6%, количество компаний, которые увеличили (или инициировали дивидендные выплаты), значительно возросло, а число неплательщиков снизилось. Напротив, после повышения ставки налога на дивиденды в 2005 г. количество компаний, которые увеличили дивидендные выплаты, снизилось, зато увеличилось число неплательщиков дивидендов.

Всплеск неплательщиков дивидендов в 2008 г., на наш взгляд, связан не с изменением в налоговом законодательстве 2008 г., а с начавшимся финансово-экономическим кризисом, на фоне которого смягчение налогообложения дивидендов 2009 г. (по дочерним компаниям холдингов) осталось практически незамеченным.

Однако можно ожидать, что изменения 2008—2009 гг. окажут влияние на дивидендную политику российских компаний. Россия характеризуется большим количеством холдингов со сложной структурой дочерних и зависимых компаний (Газпром, АФК-Система, Евраз и др.). В подобных компаниях дивиденды дочерних предприятий нередко используются в качестве источника финансирования головной компании, которая, в свою очередь, может перераспределить средства в пользу других дочерних структур. Например, Газпромнефть не отказалась от выплаты дивидендов по итогам 2008 г., так как ее основному акционеру Газпрому были нужны дополнительные средства для реализации опциона с итальянской компанией Eni (Назаров, 2009). Отсутствие налоговой ставки на дивиденды, полученные от дочерних компаний, на наш взгляд, будет способствовать росту дивидендов внутри холдингов.

Описание выборки и методики исследования

Как было отмечено раньше, (Будилов-Неттельманн, 2002) в своей работе делает вывод о том, что налоги должны менять поведение компаний. Чтобы на практике проверить влияние налогообложения на дивидендную политику наиболее ликвидных публичных компаний российского рынка, нами был проведен регрессионный анализ.

Для анализа была подготовлена выборка из 55 крупнейших российских компаний, по которым имеется достаточно длительная история выплат (от 4 до 9 лет). На рис. 4. представлен отраслевой состав выборки.

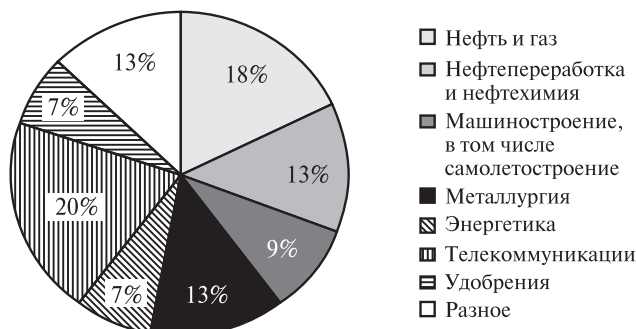


Рис. 4. Отраслевой состав выборки

Больше всего в выборке представлены нефтегазовые и телекоммуникационные компании. В состав раздела «Разное» вошли две компании, производящие продукты питания (ОАО «Балтика» и ОАО «Вимм-Билль-Данн»), одна косметическая компания (ОАО «Калина»), две транспортные компании, к которым мы отнесли ОАО «Аэрофлот» и ОАО «Транснефть», одна компания из отрасли информационных технологий (ОАО «Ситроникс»), а также холдинг «АФК-Система». Финансовые компании было решено не включать в выборку из-за особенностей финансовой отчетности.

Временной период, за который проводился анализ, составил 9 лет — с 2000 по 2008 г. При этом он был разделен на два подпериода, чтобы учесть влияние двух изменений в налоговом законодательстве Российской Федерации: снижение налога на дивиденды с 30 до 6% в 2002 г., а также увеличение налога на дивиденды с 6 до 9% в 2005 г.

Необходимо было проанализировать, как изменилась дивидендная политика компаний с введением налоговых изменений. Соответственно в первую подвыборку вошли данные за 2000—2004 г. (данные 2000—2001 г. отражают дивидендные решения фирмы до налогового изменения, а данные 2002—2004 г. — после). Во вторую подвыборку вошли данные за 2003—2008 г. (2003—2004 г. — до налоговых изменений, 2005—2008 г. — после). Всего в выборку попало 415 наблюдений. При этом в первой подвыборке оказалось 199 наблюдений, во второй подвыборке — 306 наблюдений.

Финансовые данные были получены из базы данных Ruslana (Bureau Van Dijk). Отметим, что финансовая отчетность компаний из выборки является российской¹ неконсолидированной². Информация о дивидендах на акцию собиралась по методологии content analysis на основе данных, опубликованных на веб-сайтах компаний.

В исследовании рассматриваются два типа решений в области дивидендной политики: 1) платить или не платить дивиденды; 2) если платить, то сколько.

Моделирование первого типа решений произведено с помощью пробит-моделей (probit). Зависимой является бинарная переменная, принимающая значение 1, если дивиденды выплачивались по итогам года, и 0 — в противном случае.

Второй тип решений, который рассматривается в данной работе, сколько платить дивидендов. В этом случае в качестве зависимой переменной использу-

¹ В базе данных Van Dijk обозначается как Российский формат (тип 5:2006).

² В базе данных Van Dijk обозначается кодом U1.

ются коэффициент дивидендных выплат, а также дивиденд на акцию. Сразу отметим, что использование коэффициента дивидендных выплат является предпочтительным, так как это относительная величина. Тем не менее было решено дополнительно изучить в качестве зависимой переменной и дивиденд на акцию, поскольку выборка с данной зависимой переменной содержит большее количество наблюдений. Модель второго типа оценивается при помощи обобщенного МНК.

Поскольку основная задача данного исследования заключалась в оценке влияния налогообложения на дивидендную политику компаний, мы, так же как и в работах (Nazak, 2009; Korkeamaki et al., 2009; Al-Malkawi, 2005), ввели независимую переменную *DummyTax*, которая равна 1 для временного отрезка после принятия налоговых изменений, и равна 0 — до принятия.

Помимо этого, в модель был введен ряд контролирурующих переменных, которые отвечают за проверку следующих гипотез:

- компания тем больше платит дивиденды, чем выше ее прибыльность. Используемый показатель — ROA, который рассчитывается как отношение прибыли до налогообложения к общим активам, где прибыль до налогообложения равна сумме операционной прибыли и прибыли от финансовой деятельности;
- компания тем больше платит дивиденды, чем меньше у нее доля внешнего финансирования. Используемый показатель — левэридж, который рассчитывается как отношение долгосрочных обязательств к общим активам компании;
- компания тем больше платит дивиденды, чем больше ее размеры. Используемый показатель — *Ln* (выручка).

Кроме того, нами была рассмотрена модель Линтнера, которая позволяет предсказывать, что зависимость дивиденда текущего периода положительно зависит от дивиденда прошлого периода, от ROA текущего периода и ROA прошлого периода.

В табл. 4 представлена дескриптивная статистика по данным, используемым в дальнейшем анализе.

Таблица 4

**Дескриптивная статистика, данные за отчетные периоды 2000—2008 гг.
и дивиденды по соответствующим финансовым результатам года**

Значение	Дивиденд на акцию, руб.	Коэффициент дивидендных выплат	Выручка, руб.	<i>Ln</i> (выручка)	ROA, %	Leverage
Среднее	20,4	0,28	87 990 216 472	23,8	20,3	0,13
Max	510	2,29	2 507 009 504 000	28,5	529,4	0,57
Min	0	0	2 198 000	14,6	-1,44	0

Обратим внимание на то, что в выборке встречаются коэффициенты дивидендных выплат больше единицы, несмотря на то что этот показатель обозначает долю дивидендов в чистой прибыли компании. Это возможно, так как иногда компании направляют на выплату дивидендов не только чистую прибыль данного года, но и нераспределенную прибыль прошлых лет. Например, в 2003 г. сумму, превышающую размер чистой прибыли, отправили на выплату дивидендов АО «Иркутскэнерго» и ОАО «Сибнефть» (ныне Газпромнефть). Иркутскэнерго при прогнозируемой нулевой прибыли выплатило в качестве дивидендов 174 227 000 руб. Коэффициент дивидендных выплат компании «Сибнефть» за 2003 г. составил 2,2781, т. е. выплаченные дивиденды компании более чем в два раза превысили чистую прибыль отчетного года. Можно объяснить такие решения желанием «прежних владельцев» компании увеличить свои доходы за счет дивидендов, перед тем как продать бизнес.

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 5—7.

1. Оценка моделей с бинарными зависимыми переменными.

Таблица 5

Оценка влияния налоговых изменений, модели с бинарными зависимыми переменными*

Значение	2002 г.	2005 г.
C	4,149837 (1,35931)	-0,879535 (-0,58544)
LNSALES	-0,095816 (-0,748795)	0,105079 (1,614749)
ROA	-0,009602 (-0,994082)	0,026742 (2,782540)
LEVERAGE	-0,430428 (-0,282537)	-0,207975 (-0,273733)
DUMMYTAX	0,365984 (0,943745)	-0,871451 (-2,720867)
McFadden R-squared	0,155093	0,132477
S.D. dependent var	0,197613	0,298291
Akaike info criterion	0,344077	0,590545
Schwarz criterion	0,435212	0,651534
Hannan—Quinn criter,	0,381050	0,614939
LR statistic	9,090967	25,97794
Prob (LR statistic)	0,058866	0,000032

* В скобках дана z-статистика. Выделены значения, не отвергающие введенные гипотезы.

Оценка 2002 г. показала, что все переменные в модели незначимы.

Переменные ROA и Dummntax для 2005 г. значимы на 1%-ном уровне значимости. Следовательно, увеличение ROA приводит к увеличению вероятности выплаты дивиденда ($dps > 0$), рост налогообложения — снижает. Таким образом, построенная регрессия подтверждает характер связей.

Отметим, что возможной причиной того, что переменные в модели, оцениваемой 2002 г., оказались незначимыми, является то, что выборка 2002 г. содержит меньшее количество данных, чем выборка 2005 г.

Кроме того, на наш взгляд, дивидендная политика российских компаний в начале 2002 г. была менее организованной и в большей степени зависела от желания мажоритарных акционеров, нежели от фундаментальных факторов. В 2005 г. по мере улучшения качества корпоративного управления модель стала показывать более адекватные результаты.

2. Оценка методом наименьших квадратов. Случай снижения налога на дивиденды в 2002 г.

Таблица 6

Результаты регрессионного анализа для случая снижения налога на дивиденды в 2002 г.*

Переменная	DPS	Payout ratio
C	-134,5113 (-1,052291)	0,719543 (1,701557)
DPS(-1)	0,332673 (4,093899)	0,177997 (2,088392)

Окончание табл. 6

Переменная	DPS	Payout ratio
ROA	-0,045850 (-0,217522)	3,39E-08 (0,047717)
ROA(-1)	-0,063279 (-0,303425)	-3,44E-07 (-0,4 91130)
LEVERAGE	89,60041 (1,260236)	0,606498 (2,497360)
LNSALES	5,672817 (1,044921)	-0,028608 (-1,591951)
DUMMYTAX	19,41855 (0,927367)	0,130640 (1,916936)
R-squared	0,148135	0,126705
Adjusted R-squared	0,110274	0,090569
F-statistic	3,912622	3,506319
Prob (F-statistic)	0,001232	0,002871

* В скобках дана t -статистика. Выделены значения, не отвергающие введенные гипотезы. Подчеркнуты значения, отвергающие гипотезы.

Результаты анализа 2002 г. показывают, что дивиденд на акцию (DPS) зависит только от своего предыдущего значения; знак при переменной, как и ожидалось, положительный. Остальные переменные незначимы.

Коэффициент дивидендных выплат (payout ratio) зависит от своего предыдущего значения, уровня финансового рычага (leverage) и фиктивной переменной налогообложения. Переменные Lagged Payout Ratio и Leverage значимы на 5%-ном уровне, Dummytax на 10%-ном уровне значимости. В целом регрессия значима на 1%-ном уровне. Знак при переменной Leverage оказался значимым: чем больше рычаг, тем больше Payout Ratio — интересный результат, причем коэффициент довольно высокий. Это может означать, во-первых, компании выплачивали дивиденды, заняв деньги на рынке — принцип пирамиды; во-вторых, возможности заимствования характеризуют устойчивые компании рынка, которые собственно в состоянии платить дивиденды. В последнем случае финансовый рычаг может рассматриваться как характеристика устойчивости компании на рынке.

Однако привлечение заемных средств именно для дивидендов не распространено среди российских компаний, так как это не позволяет снизить налогооблагаемую базу на величину процентов по кредитам, взятым на производственные цели. Чаще всего, компании направляют на дивиденды часть денег от операционной деятельности, а занимают на финансирование инвестиционной программы (Тутушкин, 2007).

Таким образом, нам сложно подтвердить тот факт, что компании действительно выплачивали дивиденды из заемных средств.

3. Оценка методом наименьших квадратов. Случай повышения налога на дивиденды в 2005 г.

Обе регрессии значимы на любом адекватном уровне значимости — p -value ничтожно мало. Выплаты дивиденда на акцию зависят от своего предыдущего значения, а также от ROA — коэффициент при ROA значим на 10%-ном уровне. Оба коэффициента положительны.

Коэффициент дивидендных выплат зависит только от своего предыдущего значения. Переменная налоговых изменений в обоих случаях имеет, как и ожидалось, отрицательный знак, однако оказалась статистически незначимой.

Таблица 7

Результаты регрессионного анализа для случая повышения налога на дивиденды в 2005 г.*

Переменная	DPS	Payout ratio
C	-54,87211 (-0,9260)	0,368851 (1,47588)
DPS(-1)	0,54073 (10,99852)	0,375613 (6,158807)
ROA	0,764090 (1,87022)	0,001967 (1,393789)
ROA(-1)	-0,37910 (-0,93832)	0,001338 (0,943774)
LEVERAGE	-0,676058 (-0,015597)	0,143013 (1,09809)
LNSALES	2,748108 (1, 07919)	-0,011722 (-1,130305)
DUMMYTAX	-6,921805 (-0,53903)	-0,005464 (-0,146072)
R-squared	0,345832	0,180414
Adjusted R-squared	0,330132	0,159577
F-statistic	22, 02748	8, 658399
Prob(F-statistic)	0, 000000	0, 000000

* В скобках дана *t*-статистика. Выделены значения, не отвергающие введенные гипотезы.

Таким образом, можно сделать общий вывод о том, что влияние налогообложения на дивидендную политику российских компаний неоднозначно. Согласно пробит-модели увеличение налога на дивиденды статистически значимо снижает вероятность того, что компании будут выплачивать дивиденды. Результаты оценки методом наименьших квадратов также говорят о том, что в ответ на увеличение/снижение налога уровень дивидендов снижается/увеличивается, но этот результат статистически незначим.

То, что влияние налогового фактора на дивидендную политику компаний — постоянных плательщиков дивидендов не очень выражено, может говорить об относительной устойчивости дивидендной политики крупных компаний Российской Федерации. При этом исследование малых и средних компаний затруднено, так как не всегда есть сопоставимая финансовая информация. Кроме того, изучение усложняет структура собственности, когда имеется крупная материнская компания, существенно влияющая на дивидендную политику. И это влияние может быть более сильным, чем налоговые предпочтения по дивидендам.

Что касается других независимых переменных, то можно отметить, что уровень дивидендов статистически значимо зависит от своего прошлого значения, а также от показателя прибыльности ROA, т. е. подтверждается модель Линтнера.

Влияние финансового рычага на дивиденды компании требует дальнейшего анализа.

Поскольку в выборку попали крупные компании, которые характеризуются относительно устойчивым финансовым положением, то результат о том, что размер компании не влияет на дивидендную политику, является ожидаемым.

Приложение

Анализ эмпирических исследований влияния налогообложения на дивидендную политику компаний

Страна, период	Метод исследования	Модель		Результаты и степень достоверности			Авторы исследования
		зависимая переменная	«налоговая» переменная	коэффициент значимости при переменной	уровень значимости	R2	
Эстония, 1995—2004 гг. Введение DPT в 2000 г.	Регрессионный анализ влияния налоговых изменений	Нераспределенная прибыль/Общие активы	Dummy tax (=1, if DPT, =0, if PT)	4,662 (<i>t</i> -statistics = 4, 1)	1%	0,164	Hazak, 2009
		Общие обязательства/Капитал		-12,202 (-8,2)	1%		
		Долговые обязательства/ Общие активы		-6,458 (-3,7)	1%		
Финляндия, 2003—2006 гг. Переход к системе частичного вмененного налога в 2004 г.	Регрессионный анализ влияния налоговых изменений	Наличность/Общие активы	Dummy tax	5,622 (6,2)	1%	0,164	Korkeamaki et al., 2009
		Коэффициент дивидендных выплат		0,035 (0,162) — для 2003 г.; -0,2742 (-1,442) — для 2004г.; -0,0237 (-0,115) — для 2005 г.	Не значимо		
		Доля выкупа акций в общих выплатах акционерам		0,1076 (<i>t</i> -statistics = 0,797)	Не значимо		
Мексика 1993—2005 гг.	Событийный анализ поведения экс-дивидендной доходности	Доля чувствительных к налогам акционеров среди пяти крупнейших акционеров	Доля чувствительных к налогам акционеров среди пяти крупнейших акционеров	0,3693 — для 2002 г (1,141)	Не значимо		Kadarakkam, Martinez, 2008
		Доля чувствительных к налогам акционеров среди пяти крупнейших акционеров		0,6209 — для 2003 г. (2,241)	Значимо при 5% уровне		
Иордания 1989—2000 гг. Введение 10% налога на дивиденды в 1996 г.	Регрессионный анализ влияния налоговых изменений	Анализ сверхдоходности акций (abnormal returns) после закрытия реестра акционеров на трех временных отрезках, характеризующихся разными налоговыми условиями	Dummy tax (=1, after tax change, =0, before)	Налоги не объясняют повышения цен на акции после закрытия акционеров	Не значимо		Al-Malkawi 2005
		Tobit model: Дивидендная доходность		-0,0737 (-1,2)	Не значимо		
		Probit model: binary (=1, если дивиденды > 0, =0, если выплата нет)		0,7903 (0,7)	Не значимо		

Источники

- Будилов-Неттельманн Н. Ф.* Налогообложение дивидендов в России и ФРГ: национальный и международный аспекты: дисс. ... канд. экон. наук по спец. 08.00.10. СПб., 2002.
- Булавко Л. В.* Анализ распределения прибыли в акционерном обществе: дисс. ... канд. экон. наук по спец. 08.00.12. М., 2007.
- Воробьев А. Г.* Оптимизация дивидендной политики акционерного общества: дисс. ...канд. экон. наук по спец. 08.00.10. М., 2006.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. М., 2005.
- Назарова Ю.* Ради Газпрома // РБК-Daily. 11.02.2009. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://rbcdaily.ru/2009/02/11/tek/401457>.
- Налоговый кодекс Российской Федерации. 2009.
- Силкина С. А.* Дивидендная политика в системе финансового менеджмента предприятия: дисс. ... канд. экон. наук по спец. 08.00.10. М., 2006.
- Телова Т. В.* Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 2. С. 1—15.
- Тутушкин А.* Нечем платить // Ведомости. 2007. 19 дек. № 240 (2014).
- Ульянов А. И.* Статистическое исследование роли дивидендов в российской экономике: дисс. ... канд. экон. наук по спец. 08.00.12. М., 2008.
- Al-Malkawi H.-A. N.* Dividend policy of publicly quoted companies in emerging markets — the case of Jordan. Working paper. School of Economics and Finance. University of Western Sydney. 2005.
- Alzahrani M., Lasfer M.* The Impact of Taxation on Dividends: A Cross-Country Analysis. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fma.org/Texas/Papers/DividendTaxAndPayoutPolicyFull.pdf>.
- Black F., Scholes M.* The effects of dividend policy and dividend yield on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974. Vol. 1. P. 1—22.
- Brennan M. J.* Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy // National Tax Journal. 1970. Vol. 23. P. 417—427.
- Brown J. R., Liang N., Weisbenner S.* Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut // Journal of Finance. 2007. Vol. 62. P. 1935—1965.
- Chetty R., Saez E.* Do Dividend Payments Respond to Taxes? Preliminary Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut / NBER. Working Paper. 2004.
- Elton E., Gruber M.* Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect // Review of Economics and Statistics. 1970. Vol. 52. P. 68—74.
- Gordon R., Bradford D.* Taxation and the Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends: Theory and Empirical Results // Journal of Public Economics. 1980. Vol. 14. P. 109—136.
- Hazak A.* Companies' Financial Decisions Under the Distributed Profit Taxation Regime of Estonia // Emerging Markets Finance & Trade. 2009. Vol. 45. N 4. P. 4—12.
- Hearth D., Rimbey J.* The dividend-clientele Controversy and the Tax Reform Act of 1986 // Quarterly Journal of Business and Economics. 1993. Vol. 32. P. 68—77.
- Kadapakkam P. R., Martinez V.* Ex-dividend returns: The Mexican puzzle // Journal of Banking & Finance. 2008. Vol. 32. P. 2453—2461.
- Korkeamaki T., Liljeblom E., Pasternack D.* Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy Adjust? // Journal of Corporate Finance. 2009. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://doi:10.1016/j.corpfin.2009.12.003>.
- Lasfer M.* Taxes and Dividends: The UK evidence // Journal of Banking & Finance. 1996. Vol. 20. P. 455—472.
- Lakonishok J., Vermaelen T.* Tax reform and ex-dividend day behavior // Journal of Finance. 1983. Vol. 38 (4). P. 1157—1179.
- Litzenberger R., Ramaswamy K.* The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence // Journal of Financial Economics. 1979. Vol. 7. P. 163—195.
- Miller M. H., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business. 1961. Vol. 34. P. 411—433.
- Miller M., Scholes M.* Dividends and taxes: Some empirical evidence // Journal of Political Economy. 1982. Vol. 90. P. 1182—1242.
- Perez-Gonzales F.* Large shareholders and dividends: Evidence from US tax reforms / Working paper. Columbia University, 2003.
- Poterba J., Summers L.* The Economic Effects of Dividend Taxation / NBER Working Paper. 1985
- Poterba J.* Taxation and Corporate Payout Policy // American Economic Review. 2004. Vol. 94. P. 171—175.