

Тропин Александр Игоревич
студент магистратуры
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: tropin.97@inbox.ru

Научный руководитель
Станик Наталья Андреевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: NStanick@fa.ru

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Аннотация: В статье анализируется дивидендная политика российских компаний, факторы её определяющие. В статье даны основные тенденции в формировании дивидендной политики российских компаний, в том числе с госучастием в капитале, в последние годы.

Ключевые слова: дивидендная политика, инвестиционная привлекательность, промежуточные дивиденды, итоговые дивиденды.

Tropin Aleksandr Igorevich
master's student
Financial University under the government
of the Russian Federation
e-mail: tropin.97@inbox.ru

Scientific adviser
Stanik, Natalia Andreevna
associate Professor, Department of financial markets and banks
Financial University under the government of the Russian Federation

DIVIDEND POLICY OF RUSSIAN COMPANIES

Abstract: The article analyzes the dividend policy of Russian companies, the factors that determine it. The article gives the main trends in the formation of the dividend policy of Russian companies, including state participation in capital, in recent years.

Key words: dividend policy, investment attractiveness, interim dividends, final dividends.

Рынок акций в последние годы практически не растет, так за 2018 год не было проведено ни одного IPO. В условиях значительных санкционных ограничений, объемы финансовых ресурсов, присутствующих на российском фондовом рынке серьезно сократились. Российские компании как публичного, так и непубличного сегментов предпочитают использовать в настоящее время облигационные схемы привлечения финансовых ресурсов с рынка. Облигации как инструмент с понятной и хорошо предсказуемой доходностью на данный момент являются более привлекательной ценной бумагой для инвесторов. Определенный вклад в политику размещения акций компаниями, по-нашему мнению, вносит и ожидание значительных изменений в законодательстве, регулирующем выпуск и обращение акций на российском рынке, планируемое введение отдельных видов в рамках обыкновенных акций, выделение обыкновенных акций учредительской и инвестиционной групп.

В этих достаточно сложных условиях грамотно выстроенная дивидендная политика компании может способствовать сохранению интереса инвесторов к акциям эмитента.

Дивидендная политика - чрезвычайно значимый аспект деятельности компании. Инвестиционная привлекательность акций компаний в значительной мере обеспечивается высокими дивидендными выплатами, а также выплатой

промежуточных дивидендов. Эти типы выплат, как правило, способствуют стабилизации рыночной стоимости уже размещенных акций и формируют благоприятные условия для новых размещений ценных бумаг эмитента.

В России факторы, определяющие дивидендную политику компаний, могут иметь достаточно специфическую природу. Во-первых, дивидендную политику во многом определяет среда, в которой функционирует компания. На дивидендную политику оказывают влияние также и макроэкономические характеристики страны. К этим характеристикам можно отнести: уровень развития корпоративного управления в стране, правовой режим в государстве, уровень коррупции, уровень налогообложения, уровень развития банковского сектора и степень доступности кредита, уровень инфляции, уровень реальных процентных ставок и темпы роста ВВП. Во-вторых, внутренние характеристики бизнеса также оказывают значительное влияние на построение дивидендной политики компании.

В процессе выбора компанией дивидендной политики обосновываются оптимальные пропорции между дивидендами для акционеров и средствами, которые компании необходимо направить на развитие производства. В том случае, если большая часть прибыли направляется на выплату дивидендов, на развитие будет направлена меньшая ее часть. Показателем эффективности дивидендной политики компании является уровень гибкости и проработанности предлагаемого порядка расчета размера дивидендных выплат в зависимости от текущего финансового состояния корпорации и стратегии развития бизнеса. Прибыль акционерного общества является разницей между выручкой от реализации продукции и соответствующих налогов, и затрат на производство и реализацию продукции. К показателям, определяющим эффективность дивидендной политики, относятся следующие показатели:

- дивиденд на одну акцию;
- доля чистой прибыли, приходящаяся на одну обыкновенную акцию (EPS);

- выплаты дивидендов;
- капитализация чистой прибыли.

Порядок утверждения дальнейшей выплаты дивидендов в каждом акционерном обществе устанавливается индивидуально. Решение о распределении прибыли принимается советом директоров, затем это решение утверждается общим собранием акционеров. Порядок распределения прибыли выглядит следующим образом: определенная часть прибыли направляется на развитие производства, на формирование резервного фонда, выплаты вознаграждений менеджменту компании, оставшаяся часть направляется на выплату купонного дохода по облигациям и дивидендов по акциям. К числу самых значимых вопросов при разработке дивидендной политики относятся: определение оптимальной величины дивидендных выплат и формирование рыночной стоимости компаний, выплачивающих акционерам дивиденды. Ограниченность финансовых ресурсов является проблемой практически всех российских компаний, поэтому вопрос об оптимальном соотношении нераспределенной прибыли как относительно дешевом и привлекательном источнике внутреннего финансирования и доли прибыли, направляемой на выплату дивидендов, (в свою очередь определяет объемы внешнего финансирования), является очень серьезным. Вопрос актуален для всех компаний мира. По мнению С. Брейли и С. Майерса вопрос о распределении прибыли и в частности, о дивидендной политике относится к числу основных нерешенных проблем в теории финансов наряду с такими вопросами, как стратегия управления рисками бизнеса, методы оценки ликвидности компании, причины слияний компаний [1, с. 185]. Принято считать, что в том случае, если перспективные инвестиции не могут обеспечить необходимый уровень доходности, чистая прибыль должна быть направлена собственникам бизнеса в виде дивидендов. Однако дивидендная политика должна выстраиваться компаниями с учетом не только возможностей инвестирования, но и иных факторов. В российском законодательстве присутствуют следующие ограничения на выплату дивидендов для акционерных обществ:

- неполная оплата уставного капитала акционерного общества;
- состояние банкротства компании на момент выплаты дивидендов;
- отрицательная разница между чистыми активами общества и суммой уставного капитала и резервного фонда;
- недостаточность прибыли общества для выплаты предлагаемого размера дивиденда.

Кроме того, ограничения могут быть связаны с требованиями кредиторов при неполном погашении задолженности перед ними и противоречии ситуации с выплатой дивидендов положениям кредитного договора. К числу значимых факторов влияющих на дивидендную политику компаний и стратегию инвесторов относится уровень налогообложения дивидендов. В разных странах существуют разные подходы к решению вопроса определения размера ставок налогообложения доходов для каждой конкретной категории налогоплательщиков. Например, в таких странах как Япония и Германия ставка налога на дивидендные выплаты ниже, чем ставка налога на прибыль, обратная ситуация наблюдается в Канаде, во Франции, Австралии, Великобритании, где ставки налога на прибыль и дивиденды практически равны. Дифференциация налоговых ставок для разных категорий налогоплательщиков, как правило, зависит от определения роли отдельных групп инвесторов.

подавляющим большинством крупных компаний стран с развитыми рынками регулярно осуществляется выплата дивидендов, несмотря на то, что у компаний отсутствуют жесткие обязательства в части выплаты дивидендов. Российским законодательством также не вводятся обязательств по выплате дивидендов компаниями, однако вопрос о выплате дивидендов российскими компаниями решается иначе, чем компаниями стран Запада. Если речь идет о зарубежных компаниях, то вопрос о дивидендных выплатах будет решаться по следующей схеме: в период агрессивного роста ставка в первую очередь делается на

направлении полученной прибыли на инвестиции, что увеличивает стоимость компании и рыночную цену ее акций; решения в пользу выплаты дивидендов принимаются, когда бизнес становится достаточно большим и устойчивым, темпы его роста снижаются, и возникает необходимость в поддержании заинтересованности крупных инвесторов. Ярким примером применения этой схемы решения вопроса о выплате дивидендов является компания Apple, которая в течение продолжительного периода времени не выплачивала дивиденды акционерам, и только накопив большой объем свободных денежных средств, кардинально изменила дивидендную политику.

Решения о выплате дивидендов, как правило, принимаются компаниями, находящимися в хорошем финансовом состоянии, причем выплаты дивидендов будут проводиться достаточно стабильно. На рынке США чрезвычайно редки ситуации, когда компания, ранее выплачивавшая дивиденды, принимает решение о сокращении размера выплат, либо отказе от выплаты дивидендов. Если подобные решения принимаются это, как правило, свидетельствует о кризисном состоянии компании. Поэтому в целом дивидендные выплаты компаний развитых рынков хорошо предсказуемы.

В противоположность этому, дивидендная политика российских компаний далеко не всегда является последовательной и предсказуемой. На национальном рынке ситуации, когда компания может переходить от выплат дивидендов к невыплате, а далее возобновлять выплату дивидендов, нередки. Например, компания “Мегафон” принимала решения о приостановке выплат дивидендов в октябре 2017 года и в марте 2018 года, несмотря на рост прибыли и выручки. Компания “Башнефть” в 2011 году объявляла о приостановке выплаты дивидендов, затем о возобновлении выплат в следующем году и в 2017-м году вновь приостановила выплаты.

Большинством компаний с госучастием при осуществлении выплат дивидендов выполняются рекомендации Минфина в отношении размера дивидендов в 50% от чистой прибыли. Компании “Газпром” и “Россети” эту рекомендацию не выполняют, так как имеют масштабные инвестиционные программы.

По оценкам регистраторской компании “НРК – Р.О.С.Т.” дивидендные выплаты самых крупных российских компаний, произведенные по итогам 2018 года с учетом промежуточных дивидендных выплат составили 2,6 трлн. руб., что стало более чем в 1,5 раза выше соответствующего показателя за 2017 год, когда суммарный объем итоговых и промежуточных выплат был равен 1,66 трлн. руб. При этом наблюдается усиление существовавшего и ранее на российском рынке тренда роста выплат промежуточных дивидендов. Так промежуточные выплаты по итогам 2018 года показали рост практически в 2 раза, 873 млрд. руб. по сравнению с величиной 452,6 млрд. руб. за 2017 год. Эти оценки произведены по 36 компаниям, акции которых формируют индекс Московской биржи, являющийся основным для российского фондового рынка. В состав индекса на данный момент входят акции 41 компания, однако при проведении расчетов не учитывались показатели компаний, основные торги акциями которых проходят на зарубежных площадках, а не на Московской бирже, это “Яндекс”, “Полиметалл”, X5 Retail Group, US Rusal.

Российские эмитенты в последние годы проводят в целом стабильную, лояльную по отношению к инвесторам политику дивидендных выплат. Российский рынок акций по показателю дивидендных выплат компаний, входящих в состав индекса Московской биржи в течение последних лет относился к числу лидирующих среди биржевых индексов не только развивающихся, но и развитых стран. Уровень дивидендной доходности российских компаний, в период с 2014 года стабильно превышал 4%, при росте индекса Московской биржи за этот период около 60% [3].

Причем рост дивидендных выплат является глобальным трендом. Средние темпы роста объемов выплат дивидендов по компаниям, входящим в индекс Московской биржи составляют 11% в год [3]. Дивидендная доходность индекса Московской биржи составила в 2018 г. 7,5%, что стало самым высоким показателем в мире, на втором месте по этому показателю находится рынок Турции (5%), на остальных крупных как развитых, так и развивающихся рынках дивидендная доходность находится в диапазоне от 2 до 4%.

Серьезный рост дивидендных выплат является негативным сигналом, говорящим о росте рисков замедления мировой экономики. Подобные пиковые значения дивидендных выплат наблюдаются на рынке, как правило, недолго, и уже в ближайшие годы с большой долей вероятности будет наблюдаться общемировой тренд снижающихся дивидендных выплат, в соответствии с оценками аналитиков, причиной разворота существующего на данный момент тренда станет ухудшение конъюнктуры рынков сырья.

Негативные для России политические события и обострение ситуации с торговыми войнами оказывают значительное влияние на национальный рынок. Эти негативные тенденции будут в перспективе особенно значимыми для ряда отраслей, что в дальнейшем может отразиться на дивидендной политике компаний. Стабильно растущие дивидендные выплаты отечественных компаний являются следствием постоянно растущей прибыли и роста доли прибыли, направляемой на выплаты дивидендов.

подавляющее большинство компаний, проводя активную дивидендную политику, выплачивает дивиденды либо поквартально, либо в полугодовом режиме. Этот вариант выплаты обеспечивает улучшение корпоративного управления и сглаживание волатильности акций после дивидендных отсечек. При этом темпы роста выплат дивидендов отдельными компаниями превышают средние показатели.

В течение последних лет было несколько фундаментальных предпосылок, обеспечивавших рост дивидендных выплат. При этом, ключевыми являются: опережение темпов роста прибыли компаний по сравнению с капитальными затратами и требование Минфина, для компаний с государственным участием в капитале по размеру выплаты дивидендов в 50% от чистой прибыли, данное требование впервые было применено в 2015 году. Уже в период 2013 - 2016 годов в условиях роста прибыли российских компаний в течение этих лет, в национальной экономике начала формироваться инвестиционная пауза. При замедлении инвестиционного процесса предприятия направляли свободные денежные средства, в виде дивидендов акционерам. Указанная тенденция сохранялась и в течение последних лет. Рост дивидендной доходности является

отражением негативного инвестиционного фона, сформировавшегося в связи со стагнацией национальной экономики и неопределенностью в отношении экономических перспектив. В докладе, выпущенном Центром макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования летом 2019 г. констатируется факт замедления темпов инвестиций в основной капитал компаний. По результатам проведенного исследования авторы доклада приходят к выводу о том, что доминирующей в национальной экономике тенденцией для второго квартала 2019 г. стала стагнация.

Многие компании по-прежнему наращивают объемы выплачиваемых дивидендов за счет сокращения объемов инвестиционных программ, направляя акционерам свободный денежный поток в полном объеме. Эта негативная ситуация не всегда складывалась под воздействием исключительно внутренних факторов, в отдельных отраслях она стала отражением трендов преобладающих в мировой экономике, ярким примером последнего является черная металлургия, отрасль находится в кризисном состоянии во всем мире.

Ведущую роль в процессе наращивания объемов дивидендных выплат сыграли компании нефтегазового сектора, на этот сегмент приходится увеличение выплат более чем на половину триллиона рублей. Лидером в отношении темпов роста дивидендных выплат стала компания “Сургутнефтегаз”, которая продемонстрировала шестикратное увеличение размера дивидендных выплат по привилегированным акциям. В результате привилегированные акции “Сургутнефтегаза”, показав доходность 15,56% на акцию, оказались самым доходным инвестиционным активом за 2018 год из числа входящих в состав индекса Московской биржи. Причиной рекордных выплат стало резкое ослабление курса национальной валюты по отношению к доллару из-за санкционного давления на российскую экономику. У компании возникла большая прибыль от курсовых разниц по многомиллиардной долларовой подушке, находящейся на балансе.

Другие компании нефтегазового сектора также продемонстрировали серьезный рост дивидендных выплат. Так “Роснефть” увеличила выплату дивидендов в 2,5 раза, доведя их до 274,43 млрд. руб., “Газпром” – нарастил выплаты в два раза, до

393,19 млрд. Основой дивидендного ралли в данном случае стали с одной стороны, улучшение финансовых показателей компаний сектора на фоне роста нефтяных цен и контроль над издержками, а с другой стороны - ограничения в отношении объектов инвестирования, связанные с действующим соглашением ОПЕК+.

Второе место в наращивании дивидендных выплат принадлежит металлургическому сектору, в целом по сектору выплаты выросли почти на 72%, составив сумму в 584,5 млрд. рублей. Рекордсменом среди компаний данного сектора стал “Норникель”, полугодовые дивиденды которого стали в 3,5 раза больше показателей 2017 года, составив 122,78 млрд. руб., а годовые – в 1,3 раза, относительно 2017 года (125,37 млрд. руб.).

Основным эмитентом, обеспечившим рост дивидендов по своим ценным бумагам в финансовом секторе, стал Сбербанк, который выплатил акционерам в виде дивидендов в 1,3 раза больше, чем за предыдущий год, общая сумма выплаты составила 359,77 млрд. рублей.

Однако по итогам 2018 года было зафиксировано и снижение дивидендных выплат, его показали транспортный сегмент и телекомы. Ситуация с падением курса национальной валюты особенно негативно отражается на телекоммуникационном секторе, основные расходы которого исчисляются в иностранной валюте, а доходы – в рублях. Изменение курса доллара с 58 в начале прошлого года до 70 в конце, а также сохранение уровня тарифов обусловили рост операционных расходов и капитальных затрат, что в свою очередь стало причиной сокращения дивидендных выплат в целом по сегменту почти на 22%, сумма, направленная на дивиденды снизилась до 57,99 млрд. рублей. Лидером сокращения стала компания МТС, которой были снижены объемы не только полугодовых, но и итоговых годовых выплат.

Похожая ситуация по соотношению расходов и доходов наблюдалась в прошлом году у компаний транспортного сектора. Этот сектор в индексе Московской биржи представлен авиационной компанией “Аэрофлот”, которая снизила в 2018 году дивидендные выплаты почти в пять раз. Увеличение тарифов на обслуживание в аэропортах и рост стоимости авиационного керосина обусловили сокращение

чистой прибыли компании в 2018 году в четыре раза по сравнению с предшествующим годом, что и отразилось на выплате дивидендов.

В соответствии с расчетами, проведенными «НРК – Р.О.С.Т.» в 2018 году российскими компаниями было направлено на выплату дивидендов около 57% полученной чистой прибыли, причем соответствующий показатель 2017 года был выше, 69,62%. Падение доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды в целом, может объясняться тем, что отдельными компаниями в условиях возрастающего санкционного давления на российскую экономику и снижения прибыли не принимались решения о выплате дивидендов, либо компании в сложных для себя условиях принимали решения о направлении прибыли на развитие производства.

Однако многие крупные компании даже при сокращении прибыли и недостаточности прибыли для выплаты дивидендов, в целях поддержания инвесторов в свои акции на фоне серьезных дивидендных выплат компаниями российского рынка в целом, вынуждены были принимать решения о проведении выплаты дивидендов, направляя на эти цели нераспределенную ранее прибыль. Этот источник осуществления дивидендных выплат был использован следующими компаниями: «Аэрофлот», «АФК Система», «Транснефть», «Ростелеком».

На данный момент можно говорить о том, что крупные компании российского рынка начали более корректно выстраивать отношения с инвесторами при формировании дивидендной политики, они пытаются максимально учитывать интересы инвесторов, и требования Минфина в части размера дивидендных выплат, если речь идет о компаниях с госучастием. Политика компаний больше соответствует интересам держателей акций и способствует защите их прав.

Список использованных источников:

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: учебник: Издательство: Олимп-Бизнес, 2008.
2. Официальный сайт газеты «Ведомости». URL: <https://www.vedomosti.ru> (дата обращения: 26.09.2019).

3. Электронная русскоязычная версия журнала Форбс. URL: <https://www.forbes.ru>
(дата обращения: 26.09.2019).

4. Информационно-аналитическое агентство «ФИНАМ». URL: <https://www.finam.ru/>
(дата обращения: 26.09.2019).