

УДК 336.761.6

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

Володин С.Н.,

канд. экон. наук, доцент департамента финансов, НИУ ВШЭ,
101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20
E-mail: svolodin@hse.ru

Чиркова К.А.,

студент, экономический факультет НИУ ВШЭ,
101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20
E-mail: kachirkova@edu.hse.ru

Для того чтобы успешно привлекать финансовые ресурсы, эмитенты должны уделять особое внимание грамотному построению собственной финансовой политики, в том числе стратегии выплаты дивидендов. Поскольку на сегодняшний день у российских предприятий еще нет богатого опыта ее разработки, данный процесс далеко не всегда можно назвать эффективным. С этой точки зрения понимание актуальных проблем дивидендной политики, применяемой российскими компаниями, будет способствовать их грамотному решению в рамках конкретного предприятия, улучшая его инвестиционную привлекательность и положение на финансовом рынке. В предлагаемой статье авторами обобщаются наиболее часто встречающиеся проблемы в данной сфере и рассматриваются возможные пути их решения.

Ключевые слова: российский фондовый рынок, дивиденды, инвестиционная привлекательность, финансовая политика

ACTUAL PROBLEMS OF DIVIDEND POLICY IN RUSSIA

Volodin S.N., Chirkova K.A.

In order to successfully attract financial resources, the issuers should pay special attention to the competent building of private financial policy, including to the dividend payout strategy. Because Russian companies have not had a rich experience of its developing to date, this process cannot always be called effective. From this point of view, understanding of actual problems of dividend policy, applied by Russian companies, will contribute to their competent decision within a specific enterprise, improving its investment attractiveness and position in the financial market. In this article the authors summarize common problems in this area and discuss possible solutions.

Keywords: Russian stock market, dividends, investment attractiveness, financial policy

ВВЕДЕНИЕ

Рыночная экономика современной России подразумевает, что основные усилия на ее развитие ложатся на плечи частного бизнеса. Поскольку для расширения производства, замены оборудования и увеличения качества продукции необходимы дополнительные средства, перед руковод-

ством компаний встает вопрос об их поиске. Решением здесь может выступать получение банковского кредита, выпуск облигаций или акций. Кредит требует выплаты процентов, облигации — погашения купонов, акции же позволяют привлечь дополнительные средства без увеличения долговой нагрузки, что является более привлекательным во многих

случаях. Поэтому акционерные общества (АО) стали столь популярны в современном обществе, в том числе и в России.

Между тем российский фондовый рынок акций является одним из самых молодых в мире. В большинстве развитых экономик он активно развивается уже на протяжении многих десятилетий и даже столетий, Россия же в этом смысле является новичком. В нашей стране рынок акций существует и функционирует чуть более 20 лет. Какие-то АО уже имеют положительный опыт реализации дивидендной политики, но для многих других он пока еще не так успешен. В связи с этим в данной сфере накопился целый ряд актуальных проблем, требующих активного решения. Можно отметить, что данные проблемы являются очень взаимосвязанными, поэтому требуют комплексного решения. Рассмотрим, в чем заключаются ключевые из них и в чем состоят сложности их решения.

СОСТАВ СОБСТВЕННИКОВ

Прежде всего, необходимо отметить, что в России явно присутствует проблема, связанная с составом собственников крупных предприятий, а именно с тем, что значительная доля акций принадлежит государству, узкому кругу лиц или менеджменту. Переход от плановой к рыночной экономике определил место и роль государственной акционерной собственности, обозначив ей определенные рамки. Этими рамками, произвольно или по необходимости, было установлено, что почти вся государственная акционерная собственность сосредоточена в базовых системообразующих отраслях российской экономики. Таким образом, государству принадлежат пакеты акций наиболее крупных промышленных корпораций, на которых возлагаются основные надежды на поддержание и обеспечение стабильного экономического развития страны. Следовательно, финансовое состояние крупных корпораций в форме АО с государственным капиталом во многом определяет базовые экономические показатели.

Стоит отметить, что в настоящее время государство владеет 100% капитала более 150 предприятий, контрольными пакетами около 500 предприятий, блокирующими — свыше 1000, более мелкими — 1750. Несмотря на явный приоритет таких компаний, а также их значимость и пользу для национальной экономики, существуют примеры, которые демонстрируют отсутствие эффективности управления ими, в процесс которого государство, будучи акционером, старается не вмешиваться. Здесь остается лишь один принцип: расходы на содержание и управление не должны превышать доходов. Казалось бы, стать акционером государственной корпорации — значит получить гарантированные (в силу доверия государству), стабильные (ввиду обеспечения непрерывного развития), высокие (ввиду необходимости поддержания высоких макроэкономических показателей) дивиденды. Однако это становится несбыточной мечтой для тех инвесторов, которые не предугадали влияние состава управления выбранного эмитента.

Для решения данной проблемы в глобальном масштабе был создан индекс развития структуры управления, который измеряет уровень гарантий управления, защищающих акционеров от неправомерного воздействия на совет директоров и других решений. Более наглядно данный индекс продемонстрирован на рис. 1.

По данной проблеме Россия занимает срединное положение. Поэтому до недавнего времени многие АО с государственным участием целенаправленно осуществляли политику сокрытия и вывода доходов с целью сохранения прибыли в собственных руках. Яркий пример продемонстрировало ПАО «КамАЗ», доля государственного капитала в котором составила 34,01%. В начале 2004 года советом директоров было одобрено положение до 2010 года, согласно которому размер дивидендов на одну акцию не должен быть ниже 1 рубля. Этим компания обязала себя выплачивать ежегодно не менее 785,75 млн рублей в качестве дивидендов

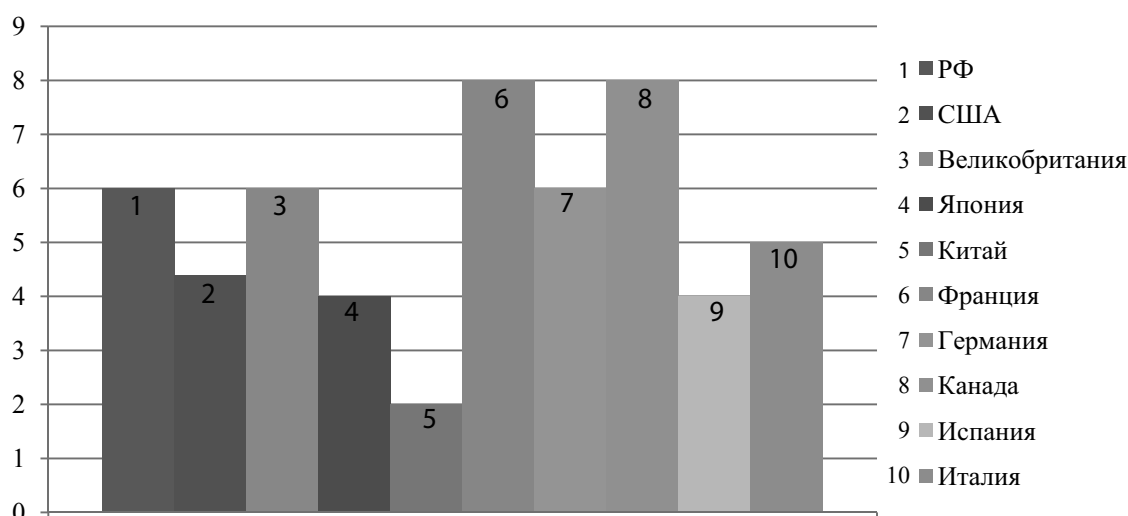


Рис. 1. Индекс развития структуры управления 2015 г.

Источник: составлено авторами по данным официального сайта Группы Всемирного Банка [6].

акционерам, поскольку именно такое количество обыкновенных акций было эмитировано. Однако предприятие никогда такой суммы не зарабатывало, поэтому можно совершенно справедливо считать, что оно фактически обязало себя не делиться прибылью с акционерами.

Подобная практика компаний обеспечивает государство необоснованно низкими доходами от инвестирования в них: до 2005 года всего 7% от общей суммы неналоговых доходов составляли дивиденды, только 17% предприятий с государственным капиталом начисляли дивиденды, из которых более 80% дивидендных поступлений обеспечивались лишь 15 предприятиями.

Для преодоления указанных негативных тенденций в практике выплаты дивидендов Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации разработало проект постановления Правительства Российской Федерации о дивидендной политике госкомпаний [1]. Данный проект предусматривает ежегодные выплаты дивидендов на уровне не ниже 25% от чистой прибыли.

Таким образом, проблема отсутствия у госкомпаний надлежащих стимулов выплаты дивидендов, вследствие которых совершаются различные махинации по занижению

чистой прибыли, ведет к тому, что государственный бюджет пополняется за счет дивидендов лишь незначительно. Борьбаться с этим государство пытается самостоятельно, разрабатывая и утверждая различные проекты и постановления, однако далеко не все из них можно признать эффективно работающими.

НЕСОБЛЮДЕНИЕ КОМПАНИЯМИ МИНИМАЛЬНОЙ НОРМЫ ПРИБЫЛИ, ПРЕДНАЗНАЧЕННОЙ ДЛЯ ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ

Следующей проблемой является сложившаяся в ряде компаний практика, когда установленная минимальная норма прибыли, идущая на выплату дивидендов, фактически не соблюдается. И это уже относится не только к тем компаниям, которые имеют значительную долю государства в своем капитале, но и частным предприятиям, в чью деятельность государство практически никак не вмешивается.

Сегодня получила распространение практика, когда компании устанавливают минимальную норму прибыли, направляемую на дивидендные выплаты. Данная мера имеет весьма положительное значение, поскольку инвесторы заранее осведомлены о возможной дивидендной доходности, а так-

же способны оценить реальность установленных значений и выяснить методику выплаты дивидендов. Однако она не является совершенной, так как компании зачастую принимают данное закрепление размера дивидендных выплат как формальное и не придерживаются его в дальнейшей деятельности. Об этом свидетельствуют данные табл. 1.

В данной таблице представлены лишь некоторые российские компании, не соблюдающие установленную ими же самими норму прибыли, предназначенную на дивидендные выплаты. Также отчетливо видно, что многие из эмитентов обеспечивают себя достаточно большим дивидендным коридором, вследствие чего нарушения дивидендной политики могут быть не обнаружены. Однако такое поведение компаний лишь настораживает крупных инвесторов и предостерегает от вложений. Государство не вправе вмешиваться в дивидендную политику частных компаний, поэтому законодательными средствами данную проблему сложно решить, но она требует дальнейшего исследования и нахождения путей ее преодоления, поскольку это фактически является обманом ожиданий инвесторов.

ВЛИЯНИЕ КРУПНЫХ АКЦИОНЕРОВ НА ДИНАМИКУ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ И УЩЕМЛЕНИЕ ПРАВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ

Известно, что дивидендная политика корпораций зависит от состава и предпочтений мажоритарных акционеров, которые представляют собой узкий круг заинтересованных лиц, имеющих свои интересы. Как результат — временами могут наблюдаться крайне высокие колебания уровня выплачиваемых дивидендов: от нулевых до неоправданно высоких. И это в ряде случаев обуславливается наличием прямой связи между выплатами дивидендов и мотивами мажоритарных акционеров, в связи с чем возникает еще одна проблема политики дивидендов в России: влияние крупных акционеров на динамику дивидендных выплат и ущемление прав миноритариев.

Решение о выплате или невыплате дивидендов основывается на предпочтениях общего собрания акционеров и зависит в первую очередь от наличия текущей чистой прибыли. Как только принимается решение о выплате дивидендов, они становятся объявленными, и тем самым компания принимает на себя обязанность об их выплате. Так, в период 2007–2009 гг. российскими акционерными обществами было выплачено дивидендов на общую сумму более 1 трлн руб., однако 80% всех средств было предназначено мажоритарным группам акционеров, в то время как государство и миноритарии получили лишь около 20%.

Обоснованием факта такого щедрого распределения прибыли на дивиденды может служить мировой финансовый кризис, последствия которого неблагоприятно сказались на некоторых крупных акционерах, которые за счет увеличенных промежуточных дивидендов пытались улучшить положение, погашая собственные займы. Например, ПАО «ТНК-ВР» и ПАО «Вымпелком», акционером которых является «Альфагрупп», в 2009 году приняли решение о выплате промежуточных дивидендов [5]. Эти средства были необходимы совладельцу компаний, чтобы погасить кредит ВЭБа, взятый с целью рефинансирования кредита Deutsche Bank. При этом компанией ТНК-ВР была направлена на выплаты почти вся чистая прибыль, полученная за 9 месяцев.

Существуют и иные примеры, когда предприятия, наоборот, стараются выплачивать невысокие дивиденды или вообще от них отказываются. Как правило, владельцы подобных компаний преднамеренно занижают официальную прибыль путем различных махинаций, например трансфертного ценообразования, чтобы доход «особых» акционеров перераспределить на счета аффилированных посредников или в офшоры. Например, за 2012 г. через офшоры или полу-офшоры прошли товары общей стоимостью \$111 млрд и около половины из \$50 млрд российских инвестиций в другие страны. Данная статистика обеспокоила главу страны, поэтому в декабре

Таблица 1

Механизм определения размера дивидендных выплат

Эмитент	Механизм определения размера дивидендных выплат	Доля прибыли направляемой на дивиденды (оценка)	DSI1	T2	R3
ПАО «Газпром»	По дивидендной политике: от 10% прибыли. При достижении целевого уровня резервов — от 17,5% до 35% прибыли.	25%	0.87	0.95	0.67
ПАО «Сбербанк России»	Дивиденды в размере не менее 20% от чистой прибыли. Но из-за контроля безопасного уровня капитала могут выплачивать меньше в случае новых шоков (например, за 2014 год выплатили всего чуть более 3% от прибыли).	19.14%	0.87	0.94	0.71
ПАО «НОВАТЭК»	Дивидендная политика: более 30% от прибыли.	26.08%	0.76	0.82	0.63
ПАО «Российские сети»	Сумма дивидендов равна большей из двух величин: 5% от чистой прибыли или доля чистой прибыли, которую в среднем направили на дивиденды дочерние компании Россетей.	0.3648%	0.94	0.99	0.85
ПАО «Магнитогорск. мет. комб»	На дивиденды от 20% до 40% чистой прибыли по МСФО.	25%	0.56	0.54	0.6
ПАО «ТГК-1»	Дивидендная политика ТГК-1: от 5% до 30% прибыли по РСБУ (по МСФО прибыль значительно выше).	20%	0.58	0.58	0.59
ПАО «Башнефть»	Рекомендуемая сумма дивидендных выплат должна составлять не менее 25% от чистой прибыли по МСФО.	22.78%	0.67	0.75	0.5

Источник: Составлено авторами по данным официального сайта инвестиционной компании [7].

¹ Индекс стабильности дивидендных выплат: $DSI = a \times T + b \times R$, где T – показатель стабильности периодичности выплат; R – показатель стабильности доли прибыли компании, направленной на дивиденды; a, b – весовые коэффициенты.

² Показатель стабильности периодичности выплат: $T = t/t - \sigma$, где t – среднее значение промежутка времени между соседними датами закрытия реестра за последние 10 лет; σ – среднеквадратическое отклонение t .

³ Показатель стабильности доли дивиденда в прибыли компании: $R = r/r - \sigma$, где r – среднее значение доли прибыли компании, выплаченной в виде дивидендов за последние 10 лет; σ – среднеквадратическое отклонение r .

2013 г. он заявил о необходимости масштабной деофшоризации и стимулирования отече-

ственных компаний регистрировать бизнес в российской юрисдикции [8].

В таких махинациях особенно незащищенными оказываются те акционеры, которые владеют самыми мелкими пакетами акций [4]. Считается, что дивидендные выплаты в компаниях с доминирующим акционером, как правило, являются нечастыми и носят непредсказуемый характер. Например, выборка компаний Уральского федерального округа показывает, что государство в лице члена совета директоров способно положительно влиять на выплаты дивидендов. Однако даже оно не в силах оказать подавляющее воздействие на решение компании, владея пакетом акций менее 5%. Наличие иностранных инвесторов и иностранных конкурентов компании благоприятно сказывается на выплатах, но не всегда.

К тому же существуют сложности и многочисленные условия, необходимые для наступления у акционеров, особенно миноритариев, права на получение дивидендов. Действительно, если рассмотреть этот факт с точки зрения мелкого акционера, то можно выявить несколько трудностей. Во-первых, компании по решению крупных акционеров не всегда направляют часть чистой прибыли на выплату дивидендов, обосновывая это различными причинами и финансовыми расчетами. Во-вторых, размеры дивидендов зависят от рекомендаций менеджмента и мажоритариев, чьи

интересы могут не совпадать с интересами мелких собственников. В-третьих, для претворения права на получение дивидендов в жизнь необходимо выполнение целого ряда условий.

Стоит отметить, что описанная проблема является чрезвычайно актуальной, поэтому 13 февраля 2014 г. Правительством РФ были разработаны и одобрены новые, а также усовершенствованы более ранние положения Кодекса корпоративного управления. Однако положения Кодекса определены формально и носят лишь рекомендательный характер. Эффективность их применения способен оценить индекс уровня защиты прав миноритарных инвесторов и индекс прав акционеров (рис. 2).

Исходя из значений данного индекса для разных стран, можно отметить, что Россия и здесь занимает промежуточное положение. Это означает, что лишь некоторые положения Кодекса оказали благоприятное воздействие на положение миноритарных инвесторов, но существенным образом они ничего не изменили. В условиях несовершенства законодательной базы РФ многие пункты Кодекса могут быть просто проигнорированы, а также существует немало способов их обойти.

Таким образом, в сегодняшней российской действительности лишь крупные акци-

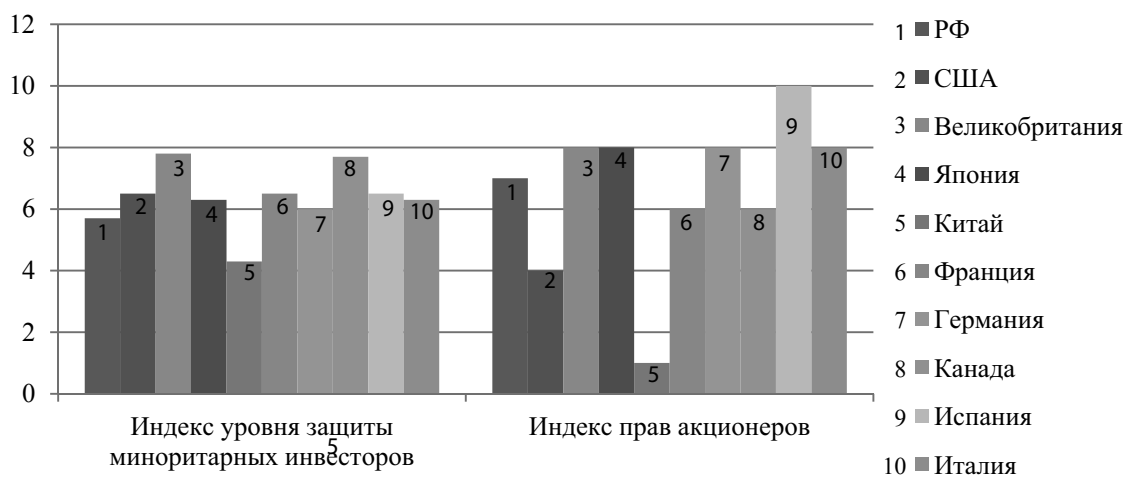


Рис. 2. Индексы уровня защиты миноритарных инвесторов и прав акционеров 2015 г.

Источник: составлено авторами по данным официального сайта Группы Всемирного Банка [6]

онеры способны как-то влиять на динамику и величину дивидендных выплат, в то время как владельцы мелких пакетов акций зачастую даже не принимают участия в общем собрании акционеров, поскольку не бьются об этом вовремя осведомлены. Зачастую встречаются и крайне серьезные случаи несоблюдения прав миноритарных инвесторов. Но данную проблему способно решить лишь государство путем ужесточения наказаний за подобные правонарушения, чего на практике не наблюдается.

ИНФОРМАЦИОННАЯ ЗАКРЫТОСТЬ И НЕПРОЗРАЧНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ

В силу сложившейся тенденции оценки эффективности корпоративного управления с помощью рейтингов задача защиты интересов инвесторов частично решается. Однако, поскольку существует большое число моделей, требующих разработки собственных критериев, указанная проблема находит свое решение лишь в раскрытии информации об источнике инвестирования, то есть о компании [2].

Существуют и общеприняты основные принципы информационной прозрачности: качество, надежность, а также равноправный и своевременный доступ пользователей. Как известно, вся информация, предоставляемая компаниями, носит как обязательный, так и рекомендательный характер, то есть среди необходимых данных могут присутствовать добровольно изложенные. В таком случае компания руководствуется экономической целесообразностью публичного раскрытия информации, сравнивая понесенные на ее поиск и реализацию затраты с потенциальной выгодой. Выгоды возникают в первую очередь в связи с уменьшением степени асимметрии информации, которая присутствует между менеджментом, как более информированной стороной, и инвесторами, как более заинтересованной стороной. Безусловно, качественная и своевременная информация не только открывает инвесторам глаза на финансовое состояние компании, но и позволяет судить об отно-

шении к потенциальным акционерам — миноритариям. Как подтверждают исследования, проведенные компанией Ernst&Young в 2005 г., уровень прозрачности компании напрямую влияет на благосклонность инвесторов и, следовательно, на величину капитализации [2].

Проблемой российской действительности является то, что основная масса предприятий демонстрирует недостаточную прозрачность своей информации, за исключением ряда наиболее крупных и стабильных компаний. И все же некоторые положительные сдвиги наблюдаются. Так, ежегодное исследование рейтингового агентства Standard&Poor's показало, что индекс транспарентности информации крупнейших публичных российских компаний, оценивающий формальные механизмы раскрытия информации и качество корпоративного управления, за период с 2002 по 2010 г. вырос с 34 до 57,5%. Агентством также было выяснено, что наиболее существенное улучшение прозрачности демонстрируют компании, чьи акции котируются на иностранных фондовых биржах [3]. Этому способствуют предоставляемые данными биржами высокие требования к раскрытию информации, а также правовая культура и требовательность зарубежных инвесторов.

Более свежую и актуальную информацию предоставляет Группа Всемирного Банка, публикуя данные об индексе корпоративной прозрачности разных стран мира. Рис. 3 отражает данный индекс для России в сравнении с другими развитыми странами мира.

Как можно отметить, Россия занимает не последнее место по данному индексу: более низкий показатель имеют Япония и США. Страны Европы обладают здесь лидирующей позицией, показывая значительную информационную открытость. Несмотря на то, что Россия демонстрирует уровень прозрачности, более высокий по сравнению с США и Японией, этого недостаточно, чтобы заинтересовать требовательных зарубежных

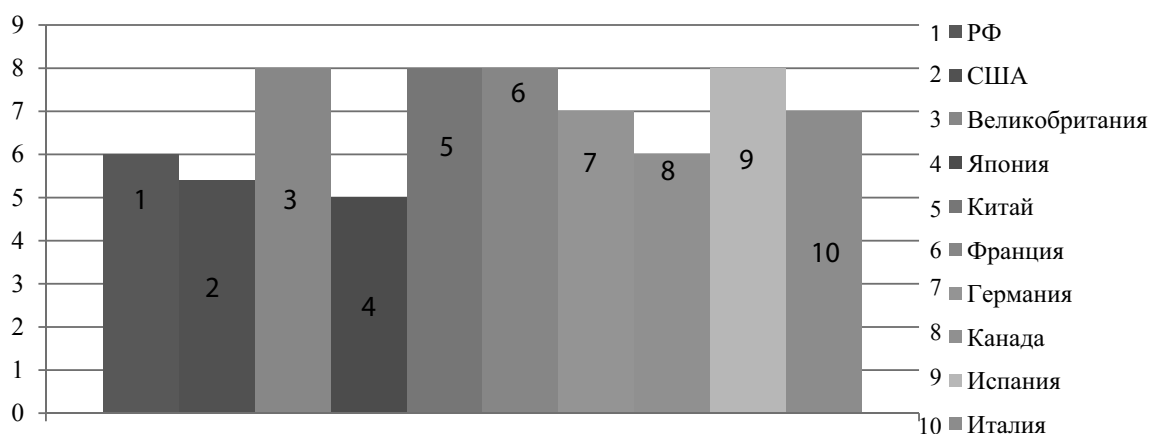


Рис. 3. Индекс корпоративной прозрачности 2015 г.

Источник: Составлено авторами по данным официального сайта Группы Всемирного Банка [6]

инвесторов, ввиду наличия существенных политических и общеэкономических рисков, присущих национальной экономике.

Таким образом, сегодня в России существует практика, согласно которой компании склонны публиковать лишь часть необходимой для инвесторов информации, в наличии которой они крайне заинтересованы или же если расходы на ее поиск будут покрыты будущими доходами. В данном случае лишь сами инвесторы способны решить проблему путем предъявления более жестких требований к качеству и количеству информации. Но для этого требуется более развитая рыночная культура, до чего России пока еще далеко. Государство же не вправе заставлять компании публиковать всю имеющуюся у них информацию, законодательно оно

закрепляет лишь необходимые критерии и возможные минимальные нормы.

УРОВЕНЬ И ЧАСТОТА ВЫПЛАТ

Немаловажным фактором, свидетельствующим о росте и развитии компании в условиях сложившейся дивидендной политики, является уровень и частота выплачиваемых дивидендов. Как известно, на Западе существует традиция ежеквартальной выплаты дивидендов, в то время как российские компании придерживаются методики выплаты дивидендов раз в год, и лишь небольшая часть крупных эмитентов делает это чаще. И это является достаточно серьезной проблемой российской действительности.

Для того чтобы точно оценить текущую ситуацию, обратимся к рис. 4, составленно-

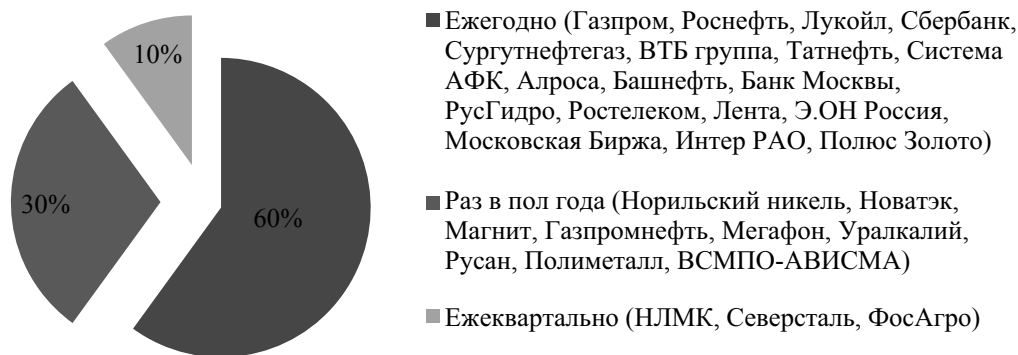


Рис. 4. Частота выплаты дивидендов российскими эмитентами (2014 г.)

Источник: составлено авторами по данным официальных сайтов [7], [9].

му по данным 30 наиболее капитализированных компаний, чьи акции котируются на Московской Бирже.

Отчетливо видно, что основная часть компаний производит выплаты дивидендов по окончании годового периода и лишь десятая часть всех предприятий делает это ежеквартально. Наряду с другими отмеченными проблемами, это также является слабым местом дивидендной политики многих российских предприятий. Известно, что инвесторам гораздо выгоднее получение более ранних платежей, которые можно реинвестировать. К тому же выплата промежуточных дивидендов говорит о стабильности бизнеса компании, что также повышает ее инвестиционную привлекательность. Следует отметить, что у данной проблемы не может быть какого-либо государственного регулятивного решения. По опыту других стран можно увидеть, что ситуация в этом направлении улучшается по мере развития фондового рынка, а также повышения у компаний интереса в привлечении средств инвесторов. Поэтому ее решения можно ожидать лишь с развитием рынка в целом, когда инвесторы начнут предъявлять более жесткие требования к объектам вложений средств.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как показал проведенный анализ актуальных проблем дивидендной политики российских компаний, в отечественной практике присутствуют и ярко выражены некоторые из них. И хотя на микроуровне перечисленные проблемы не создают колоссальных препятствий для развития экономики, но в совокупности они могут представлять собой серьезное препятствие. Современная российская экономика требует постоянного привлечения капитала акционерными обществами, и, если это выполняется неэффективно, в том числе за счет отрицательных ожиданий инвесторов относительно дивидендной политики, это оказывает непосредственное сдерживающее воздействие на развитие финансовой системы страны.

При этом можно отметить, что лишь некоторые проблемы могут быть решены императивно и требуют непосредственного участия государства. Иные же могут быть решены только по мере развития национального фондового рынка, а значит — пройдет еще немало времени, когда будет заметно существенное улучшение сложившейся ситуации.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2006 № 774-р (ред. от 12.11.2012) «О формировании позиции акционера — Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности».
2. Ружанская Л.С. Прозрачность компаний: экономическая целесообразность и проблемы регулирования // Экономическая политика. — 2010. — № 5. — С. 156–179.
3. Ружанская Л.С. Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования // Российский журнал менеджмента. — 2010. — Т. 8. — № 3. — С. 35–56.
4. Ружанская Л.С., Лукьянов С. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов // Вопросы экономики. — 2010. — № 3. — С. 132–146.
5. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Эксмо, 2010. — 768 с. — (Новое экономическое образование).
6. Электронные ресурсы:
7. Группа Всемирного Банка [Электронный ресурс]: — Режим доступа: <http://www.worldbank.org/eca/russian/> (Дата обращения: 14.08.2016)
8. Инвестиционная компания «ДОХОДЪ» [Электронный ресурс]: — Режим доступа: <http://www.dohod.ru/ik/analytics/dividend/> (Дата обращения: 14.08.2016)
9. РБК [Электронный ресурс]: — Режим доступа: <http://www.rbc.ru/economics/24/07/2014/938576.shtml>.