

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ НА СТОИМОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ

Е. В. РЯБОВА,

кандидат экономических наук,

доцент кафедры финансового менеджмента

E-mail: eryabova@hse.ru

Нижегородский филиал

Государственного университета –

Высшей школы экономики

Согласно научным теориям дивиденды должны оказывать влияние на рыночную стоимость компании и поведение инвесторов. Однако многие российские акционерные общества не придерживаются данного утверждения. В статье проанализированы дивидендные выплаты нескольких российских компаний, выявлены и продемонстрированы противоречия теории и практики, заявлены перспективные направления при оценке стоимости фирмы.

Ключевые слова: дивидендный, политика, дивиденды, выплаты, стоимость фирмы.

В условиях рыночной экономики эффективность функционирования хозяйствующего субъекта частично зависит от грамотного распределения и использования чистой прибыли предприятия. Согласно действующему законодательству чистая прибыль организации может быть направлена на отчисления в резервный капитал (фонд), на выплату дивидендов, капитализацию организации, а также на прочие выплаты по решению акционеров (учредителей) организации.

Одной из важнейших проблем распределения прибыли является оптимальное соотношение доли прибыли, направляемой на выплату дивидендов, и доли, остающейся в распоряжении хозяйствующих субъектов в качестве реинвестированной прибыли. Порядок распределения и использования прибыли на предприятии фиксируется в уставе предприятия и определяется положением, которое разрабаты-

вается соответствующими подразделениями экономических служб и утверждается руководящим органом предприятия.

Например, в обществах с ограниченной ответственностью принятие решения о распределении чистой прибыли между участниками общества относится к компетенции общего собрания [3, ст. 33]. В акционерных обществах распределение прибыли (в том числе выплата дивидендов) относится к компетенции общего собрания акционеров [2, пп. 11 п. 1 ст. 48], которое проводится в сроки, устанавливаемые уставом общества, но не ранее чем через два месяца и не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового года [2, п. 1 ст. 47].

Экономически обоснованная система распределения прибыли должна гарантировать выполнение финансовых обязательств перед государством и максимально обеспечить производственные, материальные и социальные нужды предприятия. В этой связи одной из основных составляющих распределения прибыли является выработка дивидендной политики предприятия. С теоретической позиции ее выбор предполагает решение нескольких ключевых вопросов. Влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров, на стоимость компании? Если да, то какова должна быть оптимальная их величина?

Для рассмотрения практических примеров изучения влияния величины дивидендов на сто-

имость компании и на благосостояние акционеров следует остановиться на существующих в специальной литературе теориях. Формированию оптимальной дивидендной политики посвящены многочисленные исследования. Остановимся на двух противоположных друг другу теориях, связанных с механизмом формирования дивидендной политики [1].

Теория начисления дивидендов по остаточному принципу (*Residual Theory of Dividends*). Согласно этой теории дивидендный фонд по обыкновленным акциям формируется после финансирования за счет прибыли всех необходимых расходов, а оставшаяся сумма направляется на выплату дивидендов.

Основные теоретические разработки в рамках этой теории были выполнены Франко Модильяни и Мертоном Миллером в 1961 г. Они выдвинули идею о существовании так называемого эффекта клиентуры (*Clientele Effect*), согласно которой акционеры в большей степени предпочитают стабильность дивидендной политики, чем получение каких-то экстраординарных доходов. Кроме того, они считают, что дисконтированная цена обыкновенных акций после финансирования за счет прибыли всех приемлемых проектов и полученные по остаточному принципу дивиденды в сумме эквивалентны цене акций до распределения прибыли. Иными словами, сумма выплаченных дивидендов примерно равна расходам, которые в этом случае необходимо понести для изыскания дополнительных источников финансирования. Ф. Модильяни и М. Миллер признают определенное влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, но объясняют его не собственно величиной дивидендов, а информационным эффектом – данные о дивидендах, в частности об их росте, провоцирует акционеров на повышение цены акций.

Теория предпочтительности дивидендов («Синица в руках») М. Гордона и Д. Линтнера гласит: инвесторы хотят минимизировать риск, поэтому всегда предпочитают текущие дивиденды возможным будущим выплатам и будущим приростам акционерного капитала. Получаемые регулярно дивиденды уменьшают риск, неопределенность для акционеров, которые предпочитают меньший, но постоянный доход на вложенный капитал. Это приводит к повышению цены акционерного капитала, так как увеличивается спрос на акции. Если дивиденды компанией не выплачиваются, то увеличивается неопределенность, возрастает требуемая инвесторами норма дохода, что приводит к снижению рыночной цены акций.

Вместе с тем признается и тот факт, что какого-то единого формализованного алгоритма в разработке дивидендной политики не существует – она определяется многими факторами, в том числе и трудно формализуемыми, например психологическими. Поэтому каждое предприятие должно выбирать свою субъективную политику, исходя прежде всего из присущих ему особенностей. Целью дивидендной политики общества является повышение благосостояния акционеров общества.

Для практического тестирования названных подходов автор первоначально на основе эмпирических данных, представленных в базе EMIS (*Emerging markets information service a product of isi emerging markets*), проанализировал величину дивидендов, выплаченных российскими компаниями за 2007–2008 гг. Из представленных двух тысяч акционерных компаний дивиденды выплатили 392 в 2008 г. (за финансовый период 2007 г.) и 602 – за 2008 г. При этом величина дивидендов колеблется от 52,717 млн руб. на обыкновенную акцию и 198,701 млн руб. на привилегированную до 0,01 руб. Максимальные дивиденды на одну акцию по итогам 2007 г. выплатило ОАО «Самаранефтегаз» – 5 166, 3 млн руб., что составляет 20 % чистой прибыли. До этого общество не выплачивало дивидендов пять лет. По итогам 2008 г. максимальные дивиденды выплатило ОАО «Ангарская нефтехимическая компания» – 480, 431 млн руб., что составляет 15 % чистой прибыли. Однако по итогам 2009 г. дивиденды не назначены, поскольку общество завершило финансовый год с убытками. Дивидендная политика этих организаций носит эпизодический характер [13].

Следует обратить особое внимание на то, что уставный капитал этих хозяйствующих субъектов принадлежит одному крупному собственнику. Например, уставный капитал ОАО «Ангарская нефтехимическая компания» на 100 % принадлежит ООО «Нефть-Актив». В свою очередь «Нефть-Актив» является единственным акционером ОАО «Самаранефтегаз». Стоит уточнить, что ООО «Нефть-Актив» также считается аффилированным лицом ОАО «Роснефть». Основные положения дивидендной политики рассматриваемых организаций подробно представлены на официальных сайтах.

Минимальные дивиденды за этот же период были зарегистрированы за такими организациями: ОАО «Межрегиональная распределительная сетевая компания Сибири» (МРСК Сибири), ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания» (ТГК-7), ОАО ТД «Копейка», ОАО «МРСК Урала», ОАО ОАО «МРСК Центра и Приволжья»,

ОАО «МРСК Северо-Запада» и некоторые другие. Из данной совокупности видно, что многие межрегиональные распределительные сетевые компании России (МРСК) имеют самую низкую доходность по акциям, хотя данные компании осуществляют передачу электроэнергии и являются стратегическими активами в развитии страны.

Для нашего исследования проанализируем состав уставного капитала одной из этих компаний, например ОАО МРСК Урала. Из данных табл. 1 следует, что уставный капитал принадлежит как физическим, так и юридическим лицам. При этом 92,02 % владеют юридические лица и 7,98 % – иные держатели.

Напрашивается вопрос: не влияет ли число акционеров на величину выплачиваемых дивидендов? Статистика свидетельствует, что если число мелких акционеров в уставном капитале растет, то величина дивидендов снижается. Для подтверждения либо опровержения этой гипотезы были изучены структуры уставного капитала нескольких компаний.

В табл. 2 приведен укрупненный перечень акционеров ОАО «МРСК Урала» [9].

Из данных табл. 2 видно, что ОАО «Холдинг МРСК» владеет 51,52 % долей, поэтому на общем собрании акционеров его голос является решающим, если не единственным.

Пока наблюдается тенденция, что принимают решение о величине и выплате дивидендов только крупные акционеры, которые, как правило, являются институциональными и для которых свойственно иррелевантное отношение к дивидендам.

Таблица 1

Состав уставного капитала ОАО «МРСК Урала»

Тип держателя акций	Количество держателей	Процент от уставного капитала
Владельцы – физические лица	17 478	4,00
Владельцы – юридические лица	100	3,92
Номинальные держатели	15	92,02
Общая долевая собственность	154	0,06
Итого...	17 747	100,00

Таблица 2

Состав акционеров ОАО «МРСК Урала»

Акционер	Процент от уставного капитала	Общее количество акций
ОАО «Холдинг МРСК»	51,52	45 041 557 954
ЗАО «ДКК»	34,79	30 420 461 607
НП «НДЦ»	4,48	3 915 649 041
ФАУФИ	3,71	3 245 685 561
ЗАО «ING Bank Eurasia»	1,00	875 572 524
Прочие	4,50	3 931 559 024
Итого...	100,00 %	87 430 485 711

Для чистоты исследования было бы рационально рассмотреть дивидендную политику ООО «Нефть-Актив», так как оно является единственным участником из рассматриваемых организаций, который два года подряд выплачивал максимальные дивиденды, но организационно-правовая форма данного общества не позволяет этого делать. Общества с ограниченной ответственностью не являются публичными компаниями и, соответственно, не обязаны раскрывать и публиковать свою отчетность. Однако эта компания входит на 100 % в ОАО «НК «Роснефть», поэтому рассмотрим более подробно его дивидендную политику [10].

Структура акционерного капитала и выплаченные дивиденды данного общества представлены в табл. 3 и 4 соответственно. Динамика котировок

Таблица 3

Состав акционеров (держателей акций) ОАО «НК «Роснефть», владеющих более 1 % уставного капитала компании, по состоянию на 01.06.2010

Акционер	Количество акций	Доля в акционерном капитале, %
ОАО «РОСНЕФТЕГАЗ» (акционер)	7 965 816 383	75,16
ООО «РН-Развитие» (акционер)	1 000 000 000	9,44
Сбербанк России (номинальный держатель)	1 428 233 023	13,48
Прочие юридические лица, владеющие менее 1 % акций	149 008 295	1,40
Физические лица	54 373 004	0,51
Акции, находящиеся на балансе ОАО «НК «Роснефть»	747 112	0,01
Итого...	10 598 177 817	100,00

Таблица 4

Дивидендная история ОАО «НК «Роснефть» [11]

Год	Дивиденды на акцию, руб.	Всего объявленных дивидендов, млн руб.	Всего выплаченных дивидендов, млн руб.	Коэффициент выплаты дивидендов по РСБУ, %
1999	0,0221	200	200	3,40
2000	0,0887	800	800	5,30
2001	0,1219	1 100	1 100	11,00
2002	0,1663	1 500	1 500	16,80
2003	0,1650	1 500	1 500	8,10
2004	0,1931	1 775	1 775	10,00
2005	1,2500	11 336	11 336	20,00
2006	1,3300	14 096	14 076	13,30
2007	1,6000	16 957	16 931	10,50
2008	1,9200	20 349	20 324	14,40
2009	2,3000	–	–	–

обыкновенных акций ОАО «НК «Роснефть» при этом за 2007–2010 гг. отражена на рис. 1.

Как видно из данных табл. 4, величина дивидендов невелика и составляет по итогам 2009 г. 2,3 руб. на одну обыкновенную акцию, но коэффициент выплат при этом находится практически на том же уровне – в среднем около 15 % от чистой прибыли. Структура акционерного капитала демонстрирует, что на 99,48 % акции принадлежат юридическим лицам и лишь 0,51 % владеют физические лица. Крупным держателем в данном случае выступает ОАО «РОСНЕФТЕГАЗ», который владеет 75,16 % от общей величины.

Все ранее рассмотренные организации демонстрируют минимальное либо полное отсутствие долей акционеров – физических лиц в уставном капитале, поэтому следует рассмотреть публичную компанию, в уставном капитале которой участвуют физические лица. В таком качестве может выступать крупнейшее акционерное общество России – ОАО «Газпром». Мощная газодобывающая компания обеспечивает природным газом около 80 % российских потребителей, занимает ведущее положение в экономике РФ [4]. Общее число акционеров компании – более 500 тыс. Однако государство является собственником контрольного пакета акций «Газпрома» – 50,002 %. Полная структура уставного капитала приведена в табл. 5 [7].

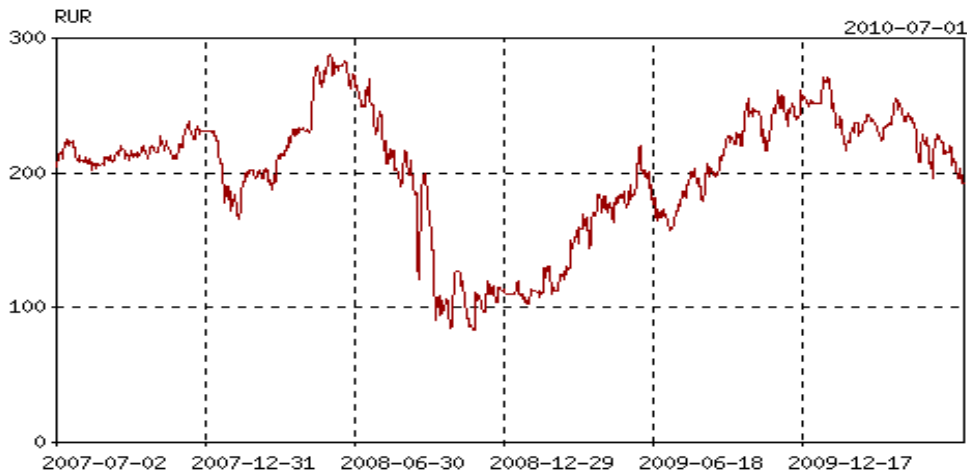


Рис. 1. Динамика котировок обыкновенных акций ОАО «НК «Роснефть» на ММВБ [8]

В силу права собственности на контрольный пакет акций государство оказывает влияние на деятельность компании. Так, оно контролирует движение финансовых потоков ОАО «Газпром» через участие представителей в Совете директоров общества, к компетенции которого относится утверждение финансового плана и инвестиционной программы.

Кроме того, Федеральная служба по тарифам осуществляет регулирование оптовых цен на газ, поставляемый российским потребителям; на услуги по транспортировке газа по магистральным газопроводам ОАО «Газпром», оказываемые независимым организациям; на услуги по транспортировке газа по газораспределительным сетям, а также платы за снабженческо-сбытовые услуги, оказываемые конечным потребителям газа.

В уставе ОАО «Газпром» четко не прописано, сколько дивидендов должна выплачивать компания. На рис. 2 представлены дивиденды по акциям компании в 1994–2009 гг. [6].

В 2008 г. ОАО «Газпром» выплатил самые мизерные дивиденды за последние семь лет. В соответствии с директивой Правительства РФ Совет директоров ОАО «Газпром» рекомендовал собранию акционеров утвердить предложение о выплате годовых дивидендов по результатам деятельности общества в 2008 г. в размере 5 % от чистой прибыли, что составляет 36 коп. на одну обыкновенную акцию. Совокупный размер объявленных (начисленных) дивидендов по всем акциям данной категории составил 8 522,5 млн руб. Величина чистой прибыли согласно российским стандартам бухгалтерского учета в 2008 г. при этом составила 173 021,6 млн руб. За 2009 г. величина дивиденда утверждена

Таблица 5

Состав акционеров ОАО «Газпром», владеющих более 2% уставного капитала компании, по состоянию на 31.12.2009

Акционер	Доля в акционерном капитале, %
Доля, контролируемая РФ	50,002
В том числе:	
– Федеральное агентство по управлению государственным имуществом;	38,370
– ОАО «Роснефтегаз»;	10,740
– ОАО «Росгазификация»	0,890
Владельцы Американских депозитарных расписок	24,350
Прочие зарегистрированные лица	25,648
Итого...	100,000

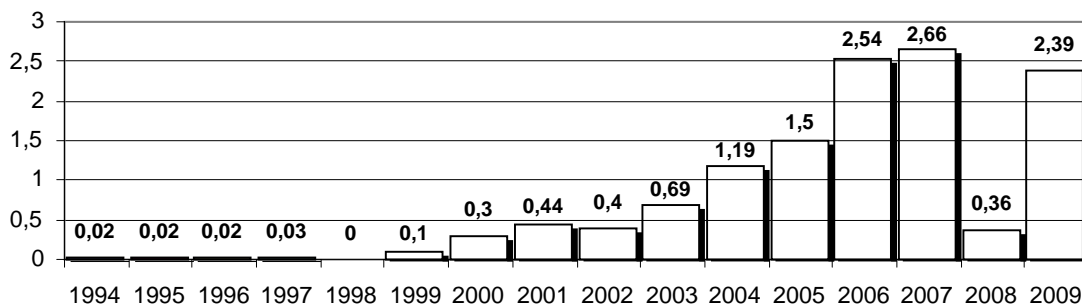


Рис. 2. Величина дивидендов по обыкновенным акциям ОАО «Газпром», %

на уровне 2,39 руб. на одну обыкновенную акцию, чистая прибыль при этом составляет 624 613,27 млн руб., а коэффициент выплаты – 0,91 % от чистой прибыли [5].

Из представленного анализа выявлено, что дивидендная политика у российских акционерных обществ носит хаотический характер, уровень выплат всегда меняется. При этом уставные капиталы в основном представлены институциональными (крупными) акционерами, которые играют решающее значение в принятии решения о начислении и выплате дивидендов, если общество заканчивает финансовый год с прибылью. В этой связи всем российским компаниям свойственна «клиентская» дивидендная политика, интересы мелких акционеров (миноритария) не учитываются.

Теперь стоит рассмотреть, влияет ли величина дивидендов на стоимость акции, а следовательно, на стоимость фирмы.

На рис. 3. представлена динамика котировок обыкновенных акций ОАО «Газпрома» с 2006 г. по июль 2010 г. [8].

Весь 2007 г. рассматриваемые обыкновенные акции меняли тренд. Первоначально до середины

года наблюдалось снижение котировок до уровня 236 руб. /шт., а во второй половине года, наоборот, шел их постоянный рост. С апреля по июнь 2008 г. акции достигли своего максимального значения на всем рассматриваемом периоде (360,13 руб. /шт.). С июня 2008 г. акции «Газпрома» начали стремительно падать. В декабре 2008 г. цена достигла нижней отметки – 107,63 руб. /шт. Таким образом, всего за пять месяцев кризиса стоимость акций компании снизилась на 75 % (три четверти от максимальной цены в мае 2008 г.). Весь 2009 г. наблюдался медленный, но последовательный рост котировок до 186,44 руб. /шт. в конце года. И совершенно обратная ситуация в 2010 г.: котировки акций постоянно снижаются и на 1 июля достигают 144,77 руб. /шт.

Из описания основных направлений движения котировок обыкновенных акций ОАО «Газпром» видно, что дивиденды не оказывают влияния на стоимость акций. Например, по итогам 2009 г. величина дивидендов составляет 2,39 руб. /шт., что на 2,03 руб. превышает предшествующий период, однако рынок в 2010 г. не среагировал на эту информацию, и котировки даже в коротком

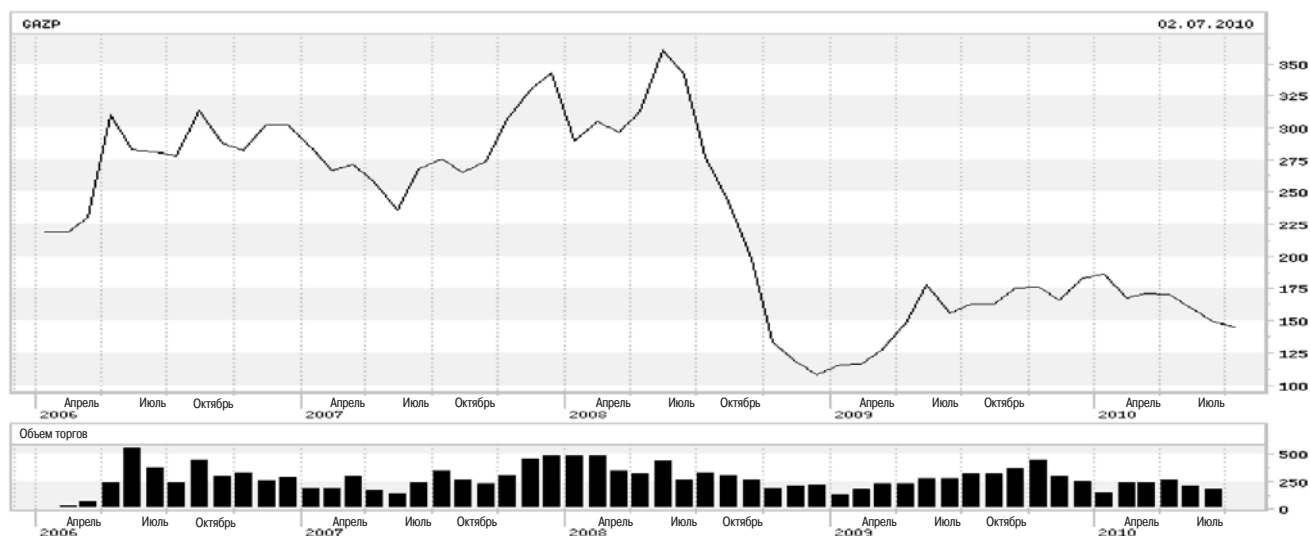


Рис. 3. Динамика котировок обыкновенных акций ОАО «Газпром» на ММВБ, млрд руб.

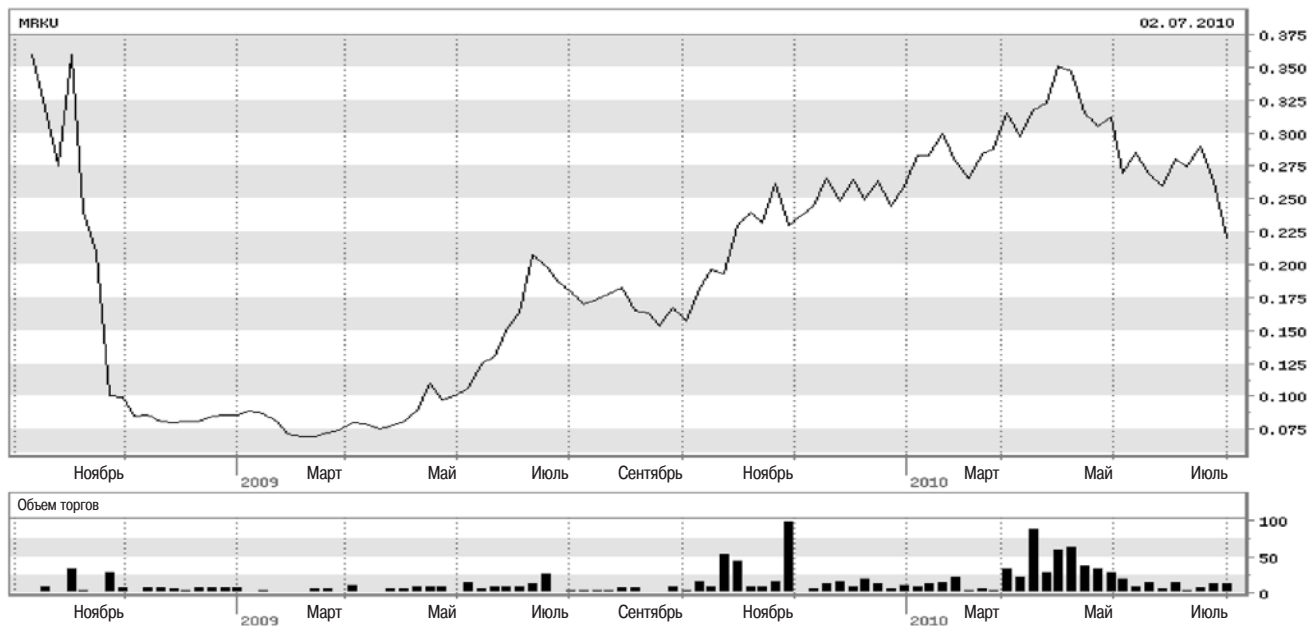


Рис. 4. Динамика котировок обыкновенных акций ОАО «МРКС Урала» на ММВБ, млн руб.

интервале не приняли положительной тенденции. Аналогичную ситуацию можно было наблюдать и в 2008 г., когда величина дивидендов стала по итогам 2007 г. максимальной (92,66 руб. /шт.), а котировки снижались. Однако в 2008 г. были самые маленькие дивиденды, но весь 2009 г. рыночная стоимость акции росла.

Теперь рассмотрим тренды других ранее описанных компаний. График ОАО «НК «Роснефть» отражает иррелевантность котировок акций от дивидендов. Например, величина дивидендов данной организации растет с каждым отчетным периодом, причем в 2007–2009 гг. с постоянным темпом роста в 20 %, однако именно в середине каждого года наблюдается снижение котировок, а не наоборот.

Динамика котировок ОАО «МРКС Урала», приведенная на рис. 4 [8], свидетельствует, что с момента выхода на фондовый рынок до середины 2009 г. стоимость обыкновенной акции постоянно снижалась с 0,4 руб. /шт. до 0,075 руб. /шт. Рост котировок на ММВБ наблюдался лишь с середины 2009 г. по апрель 2010 г., именно тогда, когда были объявлены дивиденды за 2008 г. Практически аналогичную картину характеризует тренд и на РТС [12]. Дивиденды за 2008 г. в среднем составили 0,001 руб. на одну обыкновенную акцию. Однако следует уточнить, что и номинал акции составляет 0,1 руб. При этом согласно финансовой отчетности организации за 2008 г., величина чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов, составила

401 021 тыс. руб., что характеризует 46 % от общей величины чистой прибыли [9].

Примерно аналогичная ситуация наблюдается и по другим межрегиональным распределительным сетевым компаниям.

Проанализировав несколько компаний, связанных прямо или косвенно с нефтегазовой отраслью, можно сделать выводы:

во-первых, принятие решения о начислении и выплате дивидендов зависит от одного или нескольких крупных акционеров;

во-вторых, стабильной дивидендной политики в российских компаниях пока не отмечается, хотя в отдельных случаях наблюдается устойчивая тенденция роста дивидендов на постоянный процент;

в-третьих, величина дивидендов влияет слабо или вовсе не влияет на стоимость акций рассматриваемых компаний, даже, наоборот, наблюдается противоположная тенденция. Этот факт может быть связан либо с временным запаздыванием информации, либо с зависимостью цены акции от множества иных факторов, которые непосредственно не связаны с дивидендами.

Если обобщить представленные графики, можно увидеть общую тенденцию: с середины 2008 г. котировки акций снижаются, а в 2009 г. наблюдается положительная динамика с разными темпами роста. Соответственно, на стоимость акций оказывает существенное влияние иная информация, которая в данном случае зависит от макроэкономических факторов.

Исходя из сказанного, можно говорить о независимости стоимости акции и стоимости компании от начисленных и выплаченных дивидендов. Теория предпочтительности дивидендов, разработанная М. Гордоном и Д. Линтнером, не работает на российском фондовом рынке. Все участники рассчитывают сгенерировать свою доходность лишь за счет курсовой стоимости, которая очевидна. Номинальная стоимость всех акций намного ниже их рыночной оценки.

Список литературы

1. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: в 2 т. / пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. СПб: Ин-т «Экономическая школа», 2004.
2. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ.
3. Об обществах с ограниченной ответственностью: Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ.
4. URL: <http://www.gazprom.ru>.
5. URL: <http://www.gazprom.ru/f/posts/28/135151/repiv.pdf>.
6. URL: <http://www.gazprom.ru/investors/stock/dividends>.
7. URL: <http://www.gazprom.ru/investors/stock/structure>.
8. URL: <http://www.micex.ru>.
9. URL: <http://www.mrsk-ural.ru>.
10. URL: <http://www.rosneft.ru>.
11. URL: <http://www.rosneft.ru/Investors/dividends>.
12. URL: <http://www.rts.ru/ru/securityresults.html?code=MRKU>.
13. URL: <http://www.skrin.ru>.