УПРАВЛЕНЕЦ № 6/64/ 2016

Специфические особенности дивидендной политики российских компаний

СЕМЕРНИНА Юлия Вячеславовна
Доктор экономических наук, профессор кафедры финансов

Саратовский социально-экономический институт (филиал) РЭУ им. Г.В. Плеханова
410003, РФ, г. Саратов, ул. Радищева, 89
Тел.: (8452) 21-17-37
E-mail: ysemernina@yandex.ru

КОЗЛОВА Алина Сергеевна
Аспирантка кафедры финансов

Саратовский социально-экономический институт (филиал) РЭУ им. Г.В. Плеханова
410003, РФ, г. Саратов, ул. Радищева, 89
Тел.: (8452) 21-17-37
E-mail: alina.brosalova@yandex.ru

Аннотация

По мнению авторов статьи, вопросы исследования специфических особенностей дивидендной политики, реализуемой на современном этапе отечественными компаниями, не получили достаточного отражения в специализированной научной литературе. Актуальность исследования обозначенной тематики обусловлена, во-первых, возможностью обоснования применимости тех или иных инвестиционных стратегий на отечественном рынке ценных бумаг, а во-вторых, способностью адекватно оценивать возникающие на рынке инвестиционные возможности. Сделан вывод о том, что на современном этапе развития специфическими особенностями дивидендной политики российских компаний являются: консервативный тип дивидендной политики; выплата плавающих дивидендов; выплата дивидендов денежными средствами; преобладание выплаты годовых дивидендов; применение международных стандартов финансовой отчетности; высокая степень адаптивности; нормализация базы дивидендных выплат; формирование дивидендной политики акционерами, прежде всего мажоритарными.

Ключевые слова

АКЦИИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ
ДИВИДЕНДЫ
ВЫПЛАТА ДИВИДЕНДОВ
РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

JEL classification

G23, G35, G38

ВВЕДЕНИЕ

На современном этапе некоторые научно-практические вопросы, связанные с дивидендной политикой российских компаний, остаются недостаточно разработанными и дискуссионными. Например, исследователи данной проблематики еще не пришли к единому мнению относительно ключевых параметров дивидендной политики, факторов, оказывающих влияние на ее формирование, критериев, применяемых участниками рынка для ее оценки с позиции формирования инвестиционного портфеля, и т.п. По этой причине приобретает высокую актуальность комплексный подход к пониманию дивидендной политики, позволяющий проанализировать ее современное состояния и определить направления ее совершенствования.

Целью статьи является анализ специфических особенностей дивидендной политики, реализуемой на современном этапе отечественными компаниями, что позволит углубить понимание основных тенденций, характерных для национального рынка «дивидендных акций», а также адекватно оценивать их инвестиционную привлекательность.

Как нам представляется, исследование специфики дивидендной политики целесообразно проводить через призму ее основных параметров, т.е. величин (показателей), позволяющих содержательно ее охарактеризовать (как с качественной, так и с количественной точки зрения). В числе основных параметров дивидендной политики исследуются [7]:

- тип дивидендной политики (политика минимальных дивидендов; консервативная; умеренная; агрессивная; сверхагрессивная);
- характер выплаты дивидендов (фиксированные дивиденды; плавающие дивиденды);
- форма выплаты дивидендов (денежными средствами; собственными акциями компании; иным имуществом);
- периодичность выплаты дивидендов (выплата промежуточных дивидендов; дивиденды по итогам года);
- используемые стандарты финансовой отчетности (ориентированная на российские стандарты либо на международные стандарты финансовой отчетности);
- степень адаптивности (детерминированная политика; адаптивная политика);
- степень нормализации (нормализация базы выплаты дивидендов предусматривается либо нет);
- инициатива формирования (политика, формируемая акционерами; политика, формируемая менеджментом).

Соответственно задачей настоящей статьи стало выделение из перечисленных выше параметров дивидендной политики тех, которые являются ключевыми при реализации политики выплаты дивидендов российскими компаниями на современном этапе.

Special Features of Russian Companies' Dividend Policy

Yulia V. SEMERNINA
Dr. Sc. (Econ.), Professor of Finance Dept.

Saratov Socio-Economic Institute (affiliated branch of Plekhanov Russian University of Economics)
410003, RF, Saratov, Radischeva St., 89
Phone: (8452) 21-17-37
E-mail: ysemernina@yandex.ru

Alina S. KOZLOVA
Postgraduate of Finance Dept.

Saratov Socio-Economic Institute (affiliated branch of Plekhanov Russian University of Economics)
410003, RF, Saratov, Radischeva St., 89
Phone: (8452) 21-17-37
E-mail: alina.brosalova@yandex.ru

Keywords

RUSSIAN COMPANIES' SHARES
DIVIDENDS
DIVIDEND PAYMENT
STOCK MARKET

Abstract

The authors believe that the specific features of dividend policy which is implemented by Russian companies today are not sufficiently discussed in modern scientific literature. The topicality of the study is highlighted by, first, the opportunity to justify the applicability of certain investment strategies in Russia's stock market and, second, the ability to adequately assess investment opportunities emerging in the market. The authors concluded that at the current development stage the specific features of Russian companies' dividend policy are the following: a conservative type of dividend policy; payment of floating dividends; paying dividends in cash; predominant payment of annual dividends; application of international financial reporting standards; a high degree of adaptability; a normalized base of dividend payments; the dividend policy is formulated by shareholders (majority shareholders, in particular).

JEL classification

G23, G35, G38

ОСНОВАНИЯ ДЛЯ ИССЛЕДОВАНИЯ СПЕЦИФИКИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Процесс формирования дивидендной политики в России можно отнести к началу 2000-х годов, когда топменеджмент отечественных компаний стал осознавать необходимость реализации политики в области распределения прибыли. Также этот период можно считать временем появления и широкого распространения на российском рынке акций такого термина, как «дивидендная политика» [1. С. 504; 6. С. 718–719; 9. С. 205; 11. С. 155–156; 14. С. 161–162].

Полагаем, акцентировать внимание на специфических особенностях дивидендной политики, реализуемой на современном этапе отечественными компаниями, необходимо потому, что по целому ряду причин она является абсолютно уникальной, причем не только в макрорегиональном, но и в глобальном масштабе. Тем не менее в специализированной научной литературе некоторые вопросы, связанные с исследованием особенностей дивидендной политики, остаются слабо разработанными, несмотря на то что научные исследования в данной области появились еще в первой половине прошлого столетия [17–21].

Как правило, российские ученые предпочитают рассматривать дивидендную политику исключительно с теоретической точки зрения, мотивируя подобный подход тем, что сам по себе национальный рынок ценных бумаг возник относительно недавно, причем процесс его формирования происходил весьма неравномерно (в результате чего многие компании, в том числе и крупнейшие, просто не имеют достаточно продолжительной публичной дивидендной истории, что значительно затрудняет процесс исследования дивидендной политики) [2].

Кроме того, даже в тех публикациях, где предпринимаются попытки прикладного изучения дивидендной политики, чаще всего специалисты «бросаются» из крайности в крайность. Либо дивидендная политика рассматривается на примере очень ограниченного количества выпусков акций (порядка 3–8), причем зачастую авторы используют отобранные выпуски акций в иллюстративных целях (для подтверждения выдвигаемых тезисов). Либо дивидендная политика формально рассматривается на примере всего российского рынка в целом, однако при этом основной акцент делается на акциях, обладающих достаточно высоким уровнем дивидендной доходности, а все остальные выпуски акций просто игнорируются (нельзя не признать, что определенная логика в данном подходе присутствует, но получаемые при его применении оценки являются не совсем корректными) [5].

По нашему мнению, исследование специфики дивидендной политики российских компаний имеет чрезвычайную важность по двум причинам.

Во-первых, выявленные особенности дивидендной политики позволяют сделать обоснованный вывод о применимости (или неприменимости) тех или иных инвестиционных стратегий (или целых их разновидностей) [3; 8; 13; 16].

Например, на национальном рынке лишена смысла так называемая стратегия «дивидендного перехода», заключающаяся в систематическом пересмотре структуры «дивидендного портфеля» в пользу тех акций, по которым ожидаются наибольшие (в относительном выражении) промежуточные дивиденды. Неприменимость подобной стратегии на отечественном рынке обусловлена не только ограниченным количеством акций, одновременно обладающих приемлемым уровнем ликвидности и дивидендной доходности, но и исторической ориентированностью многих компаний на выплату годовых дивидендов, т.е. на российском рынке сама возможность «дивидендного перехода» практически отсутствует (в отличие от российского, на многих развитых рынках «нормой» является выплата ежеквартальных дивидендов).

Во-вторых, понимание специфики дивидендной политики отечественных

компаний позволяет достаточно адекватно оценивать возникающие на рынке инвестиционные возможности. В частности, на национальном рынке выплата чрезвычайно высоких дивидендов (более 80% от полученной чистой прибыли) практически всегда является «разовым событием», связанным или со сменой собственников (традиционно при сделках по слияниям и поглощениям денежные средства не включаются в «итоговый периметр сделки» и выводятся из компании «продающей стороной» в виде выплаты дивидендов [10]), или с наличием острой потребности мажоритарного акционера в финансовых ресурсах. Соответственно, при возникновении резких «дивидендных аномалий» инвесторам, особенно долгосрочным, целесообразно вообще отказаться от инвестирования в подобные бумаги (как свидетельствует отечественная практика, в ожидании аномально высоких дивидендов прирост рыночной стоимости акций зачастую оказывается больше величины прогнозируемых дивидендов).

ПАРАМЕТРАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НАЦИОНАЛЬНЫХ КОМПАНИЙ

Как уже было обозначено нами выше, исследование специфики дивидендной политики российских компаний целесообразно проводить через призму ее основных параметров, т.е. анализ должен проводиться системно. В рамках данного подхода первой особенностью дивидендной политики российских компаний является ***безусловное доминирование ее консервативного типа***.

В значительной степени данная особенность обусловлена историческим характером развития российского рынка ценных бумаг (кстати, эта особенность присуща и другим развивающимся рынкам, характеризующимся сопоставимым уровнем экономического развития): подавляющее большинство компаний, представленных на нем, находится в стадии роста бизнеса, в частности, об этом наглядно свидетельствует тот факт, что даже многие крупнейшие отечественные компании, за редким исключением, только-только начинают выходить на мировой рынок [15]. В подобной ситуации со стратегической точки зрения компаниям намного выгоднее инвестировать в собственное развитие, создавая своеобразный «задел на будущее», по сравнению с быстрым переходом к более щедрой дивидендной политике (фактически, осуществив подобный переход сейчас, компании «своими руками» ограничат возможности для развития бизнеса).

Помимо этого следует учитывать и тот факт, что формирование дивидендной политики на национальном уровне – это очень продолжительный процесс, который далек от своего завершения. Так, 15–20 лет назад лишь единицы среди публичных компаний вообще имели дивидендную политику (в то время выплата дивидендов зачастую производилась спонтанно или, что имело место намного чаще, не производилась вообще); около 7–10 лет назад большинство публичных компаний осуществляло дивидендные выплаты, но делало это во многом под влиянием текущей рыночной конъюнктуры (на тот момент для инвесторов был принципиально важен сам факт дивидендных выплат); около 5 лет назад на российском рынке многие компании формализовали свой подход к осуществлению дивидендных выплат путем принятия соответствующего официального документа (дивиденды стали выплачивать в соответствии с определенными «правилами»), и только на протяжении последних нескольких лет инвесторы стали обращать внимание на соотношение прибыли, остающейся в распоряжении компании и распределяемой в виде дивидендов (и, соответственно, добиваться увеличения доли последней).

Крайне важно обратить внимание на то, что практически все отечественные компании, в том числе и официально утвердившие положение о дивидендной политике (или иной аналогичный по своей сути документ), предпочитают формально не принимать на себя значительных обязательств по дивидендным выплатам.

Так, из всей совокупности наиболее ликвидных акций публичных компаний, которые обращаются на ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» (Московская биржа)[1] только по трем выпускам (ПАО «ГМК «Норильский никель» (ао); ПАО «МТС» (ао); ОАО «Э.ОН Россия» (ао)) жестко зафиксировано проведение умеренной или агрессивной дивидендной политики, т.е. к распределению предполагается более 40% чистой прибыли, а еще по трем выпускам акций (ОАО «Акрон» (ао); ОАО «Новатэк» (ао); ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (ао)) реализация подобных типов дивидендной политики допускается, но только при соблюдении определенных условий – либо при высоком уровне чистой прибыли, либо при ограниченном размере долга.

Превалирование подобной позиции приводит к тому, что в официальных документах компаний или указывается достаточно широкий диапазон, в рамках которого могут осуществляться дивидендные выплаты (в частности, ПАО «ОГК-2» (ао) декларирует выплату в виде дивидендов от 5 до 35% чистой прибыли), или фиксируется лишь нижняя граница подобного диапазона (так, ОАО «РусГидро» (ао) намерено выплачивать не менее 5% от консолидированной чистой прибыли), или дивидендная политика принципиально не формализуется (в таком случае документ является исключительно декларативным – такой вариант был выбран ПАО «Уралкалий» (ао)), хотя в действительности дивидендные выплаты могут быть значительно выше декларируемых.

Второй особенностью дивидендной политики российских компаний выступает их ***фактический отказ от реализации политики фиксированных дивидендов, в том числе и по привилегированным акциям***.

Ориентированность компаний на выплату плавающих дивидендов в целом не является чем-то уникальным для развивающихся рынков, однако для российского рынка в этом отношении характерна одна чрезвычайно примечательная особенность: в нашей стране существуют так называемые «фантомные дивиденды», т.е. у некоторых компаний в уставе или положении о дивидендной политике зафиксирован минимально возможный размер дивидендов в расчете на одну акцию, как правило привилегированную, однако фактический размер выплачиваемых дивидендов намного выше формально зафиксированного «фантомного дивиденда».

Например, согласно дивидендной политике ОАО «Татнефть им. В.Д. Шашина» владельцы привилегированных акций могут рассчитывать на получение дивидендов в размере 100% от их номинальной стоимости (1 рубль), но при этом на протяжении последних 5 лет (2010–2014 гг.) фактический размер выплат превышал их «фантомный» размер не менее чем в 5 раз. Сходная ситуация складывается и по привилегированным акциям ПАО «Нижнекамскнефтехим», по которым минимальный размер дивидендов предусмотрен на уровне 0,06 р., а в действительности за аналогичный

[1] Официальный сайт ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС». URL: http://www.micex.ru/infocenter/researches/bulletins.

период времени он был, как минимум, в 16,6 раза больше.

Как мы думаем, основной причиной существования «фантомных» дивидендов является стремление мажоритарных акционеров российских компаний не допустить возникновения ситуации, в которой привилегированные акции становятся голосующими (в соответствии с действующим законодательством они получают право голоса при невыплате дивидендов). Дело в том, что «превращение» привилегированных акций в голосующие может кардинально изменить «расклад сил» на собрании акционеров за счет изменения общего количества голосующих акций (а значит, и относительных долей отдельных акционеров) и, в конечном счете, привести к принятию важного управленческого решения, по тем или иным причинам «не устраивающего» мажоритарных акционеров. Следовательно, фиксация некого минимального размера дивидендов по привилегированным акциям представляет собой своеобразный «защитный инструмент», с очень высокой степенью вероятности гарантирующий, что привилегированные акции никогда не получат права голоса.

Третьей особенностью дивидендной политики отечественных компаний является ее ***ориентация на выплату дивидендов преимущественно денежными средствами***.

Необходимо отметить, что для национального рынка акций выплата дивидендов денежными средствами является вполне традиционной. Дело в том, что для выплаты дивидендов акциями самой компании эмитенту необходимо либо консолидировать эти акции на своем балансе (как вариант – на балансе дочерней компании) путем их выкупа с рынка, либо провести дополнительную эмиссию акций (собственно, акции дополнительной эмиссии и будут использованы для выплаты дивидендов). На практике выплата дивидендов акциями затруднена тем, что для выкупа акций компания не только должна располагать необходимым объемом свободных денежных средств, но и быть осознанно готова к сокращению количества акций в свободном обращении (на отечественном рынке данный показатель и без того является относительно небольшим в силу наличия практически в каждой компании крупных мажоритарных акционеров), а процесс проведения дополнительной эмиссии акций с учетом требований действующего законодательства занимает достаточно много времени (от 3–4 до 8–9 месяцев).

Выплата же дивидендов иным имуществом, особенно если оно имеет материально-вещественную форму (например, выплата дивидендов продукцией компании), затруднена в силу высокой степени «географического разброса» мест фактического нахождения акционеров. Это связано с тем, что в России хорошо развита электронная биржевая торговля акциями, позволяющая инвесторам приобретать акции через системы интернет-трейдинга вне зависимости от места их фактического нахождения (проживания), т.е. акционерные базы крупных публичных компаний очень широко диверсифицированы, что делает объективно невозможной (или, как минимум, чрезвычайно затратной) выплату дивидендов иным имуществом.

Стоит отметить, что в последние годы в мировой практике отмечается противоположная тенденция: все больше компаний предпочитает проведение обратного выкупа акций выплате дивидендов денежными средствами. Прежде всего, данный глобальный тренд обусловлен более высоким уровнем эффективности обратного выкупа акций, который при условии последующего погашения выкупленных акций практически всегда приводит к росту рыночной капитализации компании, в то время как дивидендные выплаты, особенно при относительно небольшой дивидендной доходности, к устойчивому росту рыночной капитализации ведут далеко не всегда (в частности потому, что рост рыночной стоимости акций перед датой закрытия реестра нередко нивелируется текущими («сиюминутными») конъюнктурными колебаниями).

В качестве четвертой особенности дивидендной политики российских компаний, как мы полагаем, целесообразно отметить ***преобладание выплаты годовых дивидендов по сравнению с промежуточными***.

Примечательно, что еще несколько лет назад в отечественной практике выплата промежуточных дивидендов была просто невозможна (как правило, она осуществлялась лишь в «исключительных» случаях – при смене собственника компании или при ее реорганизации). Постепенно промежуточные дивиденды стали внедряться в отечественную практику, однако широкого системного распространения они так и не получили. По большому счету, все отечественные компании можно условно разделить на три большие группы:

- компании, выплачивающие исключительно годовые дивиденды (типичными примерами таких компаний являются ПАО «Газпром» (ао), ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» (ао), ОАО «Сбербанк России» (ао) и (ап), ОАО «Сургутнефтегаз» (ао) и (ап), ОАО «Татнефть им. В. Д. Шашина» (ао) и (ап));
- компании, периодически выплачивающие промежуточные дивиденды, но не придерживающиеся четкой системы их выплат (к таким компаниям следует отнести ОАО «Акрон» (ао), ОАО «Газпром нефть» (ао), ПАО «ГМК «Норильский никель» (ао), ПАО «ЛУКОЙЛ» (ао), ПАО «Ростелеком» (ао) и (ап), ПАО «ТМК» (ао), ПАО «Уралкалий» (ао));
- компании, систематически выплачивающие промежуточные дивиденды за одинаковые периоды времени (например, один раз в квартал или один раз в полугодие).

Важно отметить, что многие российские компании осуществляют выплату промежуточных дивидендов под влиянием складывающейся рыночной конъюнктуры. Например, изменение порядка налогообложения дивидендов с 1 января 2015 г. (повышение налоговой ставки с 9 до 13%) привело к тому, что в 2014 г., непосредственно перед вступлением в силу этих налоговых новаций, многие российские компании, стремясь использовать «старую» налоговую ставку, произвели выплату промежуточных дивидендов.

По нашему мнению, отсутствие системного подхода к выплате промежуточных дивидендов на российском рынке обусловлено высокой степенью изменчивости бизнес-среды, в которой работают компании, особенно учитывая высокий уровень геополитической напряженности, неблагоприятную конъюнктуру внешних рынков, изменчивость российского законодательства и постепенное увеличение налоговой нагрузки: по сути, ориентируясь на выплату дивидендов по «факту года», компании «подстраховывают» себя от вероятных колебаний финансовых показателей.

Пятой особенностью дивидендной политики национальных компаний можно считать ***большой удельный вес компаний, ориентирующихся при ее реализации на международные стандарты финансовой отчетности***.

В практике развивающихся стран нормой можно считать параллельное

существование двух видов дивидендных политик: один из них ориентирован на национальные стандарты финансовой отчетности, а второй – на международные стандарты, при этом преобладающим является первый вид дивидендной политики. Во многом выбор стандартов финансовой отчетности, на которые «опирается» дивидендная политика, зависит от структуры бизнеса компании и структуры ее акционеров.

Как правило, выбор в пользу национальных стандартов финансовой отчетности делают компании, имеющие простую управленческую и операционную структуру (в этом случае разница в стандартах финансовой отчетности существует, но не играет принципиальной роли) или контролируемые национальными («внутренними») инвесторами, в том числе и государством (в этом случае использование национальных стандартов является «делом принципа»). Переориентация на международные стандарты финансовой отчетности, напротив, характерна для компаний со сложной структурой бизнеса (например, для многопрофильных холдингов), для которых наиболее информативной является консолидированная отчетность, или тех компаний, в которых велика доля иностранных («внешних») инвесторов (в этом случае можно говорить о том, что отчетность, подготовленная по международным стандартам, позволяет им лучше «понимать» состояние бизнеса компании и проводить корректное сравнение с международными аналогами) [12].

Если говорить об отечественных публичных компаниях, то в настоящий момент почти половина из них ориентируется при выплате дивидендов на финансовую отчетность, подготовленную по международным стандартам. По нашему мнению, данный факт объясняется довольно сложной структурой собственности большинства отечественных компаний (например, существованием специализированных управляющих компаний и юридическим разделением видов бизнеса (каждый вид бизнеса на отдельном юридическом лице)), привлечением финансирования рядом российских компаний в зарубежных банках, требующих предоставления отчетности по международным стандартам, а также наличием практически у всех отечественных компаний депозитарных расписок, обращающихся на зарубежных биржах (чаще всего правила листинга на этих биржах также предусматривают регулярное предоставление финансовой отчетности по международным стандартам). Иными словами, многие отечественные компании по тем или иным причинам уже занимаются подготовкой подобной отчетности на регулярной основе, поэтому для них переход на международную финансовую отчетность в рамках дивидендной политики является вполне закономерным шагом.

Еще одной весьма интересной особенностью дивидендной политики российских компаний является ее ***практически абсолютная адаптивность***.

Стоит заметить, что чрезвычайно высокий уровень адаптивности дивидендной политики отечественных компаний достигается за счет практически полного отказа от принятия на себя фиксированных обязательств по выплате дивидендов (как в абсолютном, так и в относительном выражении), причем в официальных документах компаний применяются разные формулировки, оставляющие эмитентам акций значительную «свободу маневра» в данном вопросе:

1) наиболее гибким вариантом является определение единственного ориентира по уровню дивидендных выплат, причем формально на практике обычно ограничивается минимальный размер дивидендов (например, ОАО «Акрон» (ао) определяет, что на выплату дивидендов направляется не менее 30% чистой прибыли по международным стандартам финансовой отчетности);

2) установление двухсторонних ориентиров, определяющих размер дивидендов в рамках некоторого широкого интервала, т.е. ограничивается не только минимальный, но и максимальный размер дивидендов (в частности, ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ао) планирует направлять на выплату дивидендов от 20 до 40% от чистой прибыли по международным стандартам финансовой отчетности);

3) использование «специальных оговорок», характерное практически для всех российских компаний: основной целью подобных оговорок является предоставление возможности компании изменять размер дивидендных выплат по собственному усмотрению в зависимости от складывающихся обстоятельств (на практике компании либо определяют перечень условий, выполнение которых обязательно для осуществления дивидендных выплат (невыполнение хотя бы одного условия автоматически приводит к отказу от выплаты дивидендов), либо отдельно предусматривают возможность изменения размера дивидендов в «особых случаях»).

К специфике дивидендной политики компаний, акции которых представлены на национальном рынке, как мы считаем, относится и ***безусловная нормализация базы, используемой для выплаты дивидендов***.

Важно обратить внимание на то, что в мировой практике нормализация базы выплаты дивидендов широкого распространения не получила: большинство зарубежных компаний предпочитает рассматривать обнародуемую финансовую отчетность как «истину в последней инстанции», т.е. величина чистой прибыли практически никогда не подвергается дополнительным корректировкам, даже в том случае, если на итоговый результат серьезное влияние оказали «бумажные» прибыли и убытки (например, возникшие в результате переоценки активов или обязательств компании).

В российской же практике складывается диаметрально противоположная ситуация: все национальные компании считают критически необходимым учет «бумажных» прибылей и убытков при выплате дивидендов, мотивируя это тем, что «бумажные» результаты не влияют на реальные финансовые потоки компании. Мало того, многие компании, во избежание возможных юридических претензий со стороны акционеров, предпочитают четко и однозначно прописывать возможность «специальных корректировок» в положении о дивидендной политике, однако в подавляющем большинстве случаев алгоритм их расчета четко не определен.

Таким образом, для владельцев акций складывается двойственная ситуация: с одной стороны, в большинстве случаев у компаний существует формализованная дивидендная политика, на основании которой с учетом фактических финансовых результатов (например, за I полугодие или за 9 месяцев) инвестор может попытаться спрогнозировать размер дивидендов по итогам всего финансового года, причем с приемлемым уровнем точности, а с другой стороны, компания-эмитент даже после публикации финансовых результатов имеет возможность провести корректировку базы дивидендных выплат, которая может быть очень существенной по своим масштабам. Соответственно, гипотетически возможно возникновение ситуации, в которой компания согласно официальной отчетности является прибыльной и формально должна выплачи-

вать дивиденды акционерам, а де-факто она не производит дивидендных выплат.

Наконец, по такому критерию, как инициатива формирования, дивидендная политика отечественных компаний характеризуется тем, что ***она формируется в зависимости от потребностей (предпочтений) мажоритарных акционеров***.

Такое положение наглядно иллюстрирует особенности корпоративного управления, характерные для российских компаний: даже при достаточно сложной структуре управления, предполагающей одновременное функционирование нескольких соподчиненных уровней управления, реальные полномочия в области формирования дивидендной политики у наемных топменеджеров очень низкие (по сути, они ограничиваются возможностью вынесения рекомендаций и предложений для дальнейшего рассмотрения мажоритарным акционером (или несколькими акционерами), но не более того).

Как нам представляется, подобная ситуация объясняется сочетанием двух факторов: особенностями структуры собственности российских компаний и низкой степенью «проникновения» опционных программ для менеджмента, в том числе и программ распределения «условных» акций. Такие программы предполагают гипотетическое распределение между менеджерами компании некоторого количества «условных акций», причем первоначально каждый менеджер имеет определенное их количество, а по итогам года (или иного предусмотренного опционной программой периода) он получает вознаграждение, численно равное фактически выплаченным дивидендам на аналогичное количество «реальных акций». Очевидно, что подобные опционные программы стимулируют менеджмент при любой возможности увеличивать размер дивидендных выплат, поэтому в них, как правило, заранее определяется четко формализованный порядок расчета размера дивидендов на 1 акцию – это делается для того, чтобы краткосрочные интересы менеджмента не «перевесили» долгосрочные интересы компании, т.е. для рационального распределения прибыли [4].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итог всему сказанному, следует признать, что ключевыми специфическими особенностями дивидендной политики российских компаний можно считать следующие: консервативный тип дивидендной политики; выплату плавающих дивидендов; выплату дивидендов денежными средствами; преобладание выплаты годовых дивидендов; применение международных стандартов финансовой отчетности; высокую степень адаптивности; нормализацию базы дивидендных выплат; формирование дивидендной политики акционерами, прежде всего мажоритарными.

Таким образом, специфические особенности дивидендной политики отечественных компаний формируют ее уникальный «тип», понимание которого дает возможность сделать обоснованный вывод о применимости (или неприменимости) тех или иных инвестиционных стратегий и адекватно оценивать возникающие на рынке инвестиционные возможности. ■

Источники

1. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. 4-е изд., стер. М.: Омега-Л, 2012. Т. 1.

2. Иванов М.Е. Особенности и тенденции российского рынка ценных бумаг в условиях усиления глобализационных процессов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 39. С. 18–22.

3. Казаков В.А., Тарасов А.В., Зубицкий А.Б. Модели формирования портфеля акций в современной теории инвестиций // Финансы и кредит. 2006. № 5. С. 17–20.

4. Киселев М.В. Опционы как способ мотивации менеджмента фирмы // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2008. № 2. С. 80–82.

5. Козлова А.С. Теоретические аспекты дивидендной политики российских компаний // Известия Уральского государственного экономического университета. 2016. № 1(63). С. 63–70.

6. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Эксмо, 2010.

7. Нестеренко Е.А., Козлова А.С. Основные параметры дивидендной политики // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 39. С. 10–20.

8. Нестеренко Е.А., Челпанова В.А. Специфические особенности российских паевых инвестиционных фондов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 41. С. 11–20.

9. Пласкова Н.С. Анализ финансовой отчетности. М.: Эксмо, 2010.

10. Романенко О.А. Методические подходы к определению цены слияния и поглощения // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 20. С. 43–49.

11. Синицкая Н.Я. Финансовые аспекты управления современным предприятием. М.: Директ-Медиа, 2014.

12. Травкина Е.В., Коваленко С.Б. Особенности современных условий кредитования предприятий реального сектора экономики // Общество: политика, экономика, право. 2016. № 3. С. 69–71.

13. Челпанова В.А. Сравнительный анализ структуры инвестиционных портфелей паевых инвестиционных фондов и структуры индекса Московской межбанковской валютной биржи // Финансы и кредит. 2010. № 35. С. 74–80.

14. Шамин А.Е., Фролова О.А., Зубенкова О.А. Финансовый менеджмент. Княгинино: НГИЭИ, 2011.

15. Шевченко Л.М. Воздействие глобализации на устойчивость национальной финансовой системы // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2014. № 2. С. 108–112.

16. Якунина А.В., Семернина Ю.В., Колесников А.О. Специфические черты классического индексного инвестирования и особенности его применения на российском рынке акций // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 40. С. 12–24.

17. Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974. Vol. 1. № 1. P. 1–22.

18. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory // Journal of Financial Economics. 2006. Vol. 81. № 2. P. 227–254.

19. Denis D.J., Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89. № 1. P. 62–82.

20. Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // Journal of Financial Economics. 2001. Vol. 60. № 1. P. 3–43.

21. Miller M.H., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information // Journal of Finance. 1985. № 40. P. 1031–1051.

References

1. Blank I.A. *Osnovy finansovogo menedzhmenta*: v 2 t. [Fundamentals of financial management. In 2 volumes]. Moscow, Omega-L Publ., 2012. Vol. 1.

2. Ivanov M.Ye. Osobennosti i tendentsii rossiyskogo rynka tsennykh bumag v usloviyakh usileniya globalizatsionnykh protsessov [Special features of and trends in the Russian stock market under increasing globalization processes]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya – Financial Analytics: Science and Experience*, 2013, no. 39, pp. 18–22.

3. Kazakov V.A., Tarasov A.V., Zubitskiy A.B. Modeli formirovaniya portfelya aktsiy v sovremennoy teorii investitsiy [Models of formation of the share portfolio in the modern investment theory]. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 2006, no. 5, pp. 17–20.

4. Kiselev M.V. Optsiony kak sposob motivatsii menedzhmenta firmy [Options as a way of motivating company management]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta – Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2008, no. 2, pp. 80–82.

5. Kozlova A.S. Teoreticheskie aspekty dividendnoy politiki rossiyskikh kompaniy [The theoretical aspects of dividend policy of the Russian companies]. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta – Journal of the Ural State University of Economics*, 2016, no. 1(63), pp. 63–70.

6. Lukasevich I.Ya. *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. Moscow, Eksmo Publ., 2010.

7. Nesterenko Ye.A., Kozlova A.S. Osnovnye parametry dividendnoy politiki [The main parameters of the dividend policy]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya – Financial Analytics: Science and Experience*, 2015, no. 39, pp. 10–20.

8. Nesterenko Ye.A., Chelpanova V.A. Spetsificheskie osobennosti rossiyskikh paevykh investitsionnykh fondov [The specific features of Russian mutual funds]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya – Financial Analytics: Science and Experience*, 2014, no. 41, pp. 11–20.

9. Plaskova N.S. *Analiz finansovoy otchetnosti* [Analysis of financial statements]. Moscow, Eksmo Publ., 2010.

10. Romanenko O.A. Metodicheskie podkhody k opredeleniyu tseny sliyaniya i pogloshcheniya [Methodological approaches to the definition of merger and acquisition prices]. *Ekonomicheskiy analiz: teoriya i praktika – Economic Analysis: Theory and Practice*, 2012, no. 20, pp. 43–49.

11. Sinitskaya N.Ya. *Finansovye aspekty upravleniya sovremennym predpriyatiem* [Financial aspects of management at a modern enterprise]. Moscow, Direkt-Media Publ., 2014.

12. Travkina Ye.V., Kovalenko S.B. Osobennosti sovremennykh usloviy kreditovaniya predpriyatiy real'nogo sektora ekonomiki [The features of modern terms of lending to the real sector of the Russian economy]. *Obshchestvo: politika, ekonomika, pravo – Society: Politics. Economics. Law*, 2016, no. 3, pp. 69–71.

13. Chelpanova V.A. Sravnitel'nyy analiz struktury investitsionnykh portfeley paevykh investitsionnykh fondov i struktury indeksa Moskovskoy mezhbankovskoy valyutnoy birzhi [Comparative analysis of the structure of investment portfolios of mutual funds and the structure of the MICEX index]. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 2010, no. 35, pp. 74–80.

14. Shamin A.Ye., Frolova O.A., Zubenkova O.A. *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. Knyaginino, NGIEI Publ., 2011.

15. Shevchenko L.M. Vozdeystvie globalizatsii na ustoychivost' natsional'noy finansovoy sistemy [Impact of globalization on the sustainability of the national financial system]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta – Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2014, no. 2, pp. 108–112.

16. Yakunina A.V., Semernina Yu.V., Kolesnikov A.O. Spetsificheskie cherty klassicheskogo indeksnogo investirovaniya i osobennosti ego primeneniya na rossiyskom rynke aktsiy [Specific features of the classical index investing and particularities of its application in the Russian market]. *Ekonomicheskiy analiz: teoriya i praktika – Economic Analysis: Theory and Practice*, 2013, no. 40, pp. 12–24.

17. Black F., Scholes M.S. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1974, vol. 1, no. 1, pp. 1–22.

18. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 2006, no. 81, pp. 227–254.

19. Denis D.J., Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, no. 1, pp. 62–82.

20. Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 2001, no. 60, pp. 3–43.

21. Miller M.H., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 1985, no. 40, pp. 1031–1051.