



Ольга Беломытцева

доцент Национального исследовательского Томского государственного университета, канд. экон. наук

## ГОД НЕСТАБИЛЬНОСТИ И ОБИЛЬНЫХ ДИВИДЕНДОВ

Do you know the only thing that gives me pleasure? It's to see my dividends coming in.

*Джон Рокфеллер*

...Фондовый рынок в целом отдает предпочтение щедрым, а не скромным дивидендам.

*Бенджамин Грэхем и Дэвид Додд*

Год 2015-й стал чрезвычайно интересным с точки зрения изучения дивидендных политик российских акционерных обществ. Большинство крупных эмитентов заразились транжирством и утвердили достаточно высокие дивиденды по итогам 2014 г. на фоне падения чистой прибыли. О том, насколько действительно велики дивидендные выплаты и дивидендная доходность и чего нам стоит ожидать в дальнейшем, и пойдет речь в данной статье.

Изучение дивидендной политики относится к числу наименее исследованных вопросов развития финансовых рынков. На российском рынке большинство акционерных обществ имеют соответствующие Положения о дивидендной политике, однако пока не сформировали четкой и внятной дивидендной политики и определяют размер дивидендов, исходя из текущего положения дел. Если в мировой практике ставка дивидендных выплат в среднем составляет 40–50% чистой прибыли, то на российском рынке подобной планки придержива-

ются лишь отдельные крупные эмитенты.

Говоря об общемировых тенденциях, следует отметить общее увеличение дивидендных выплат как в развитых, так и в развивающихся странах. В июльском докладе *Henderson Global Investors* сделан прогноз относительно мирового объема дивидендов в текущем году в размере 1,16 трлн долл. [1]. В том же докладе российский дивидендный рынок назван непредсказуемым, что достаточно лестно.

В последние годы многие зарубежные эмитенты сознательно отказываются от

активных инвестиций в связи с растущими сомнениями в перспективах мировой экономики. Весьма значительно сказывается на выплате дивидендов и давление жадных инвесторов и политиков. При этом бесменным и непревзойденным драйвером дивидендных выплат являются США.

### ДИВИДЕНДНЫЙ СЕЗОН — 2014<sup>1</sup>

Текущий год стал переломным в формировании дивидендной политики на

<sup>1</sup> Здесь и далее анализируются 16 акций, входящих в индекс «голубых фишек» Московской Биржи.

Таблица 1. ДИВИДЕНДНЫЕ ВЫПЛАТЫ И ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ ПО АКЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ, ВХОДЯЩИХ В ИНДЕКС «ГОЛУБЫХ ФИШЕК» МОСКОВСКОЙ БИРЖИ, ПО ИТОГАМ 2013 И 2014 ГГ.\*

Эмитент и вид акций	2013 г.		2014 г.	
	Дивиденды, руб./акция	Дивидендная доходность, %	Дивиденды, руб./акция	Дивидендная доходность, %
Газпром ао	7,2	4,91	7,2	4,91
ЛУКОЙЛ ао	110	5,23	154	6,25
Сбербанк ао	3,2	3,6	0,45	0,63
Магнит ао	135,21	1,49	362,94	3,15
НОВАТЭК ао	7,89	2,37	10,3	2,06
Норильский никель ао	469,18	6,76	1432,38	14,03
ВТБ ао	0,00116	2,75	0,00117	1,52
Роснефть ао	12,85	5,06	8,21	3,44
Сургутнефтегаз ао	0,6	2,27	0,65	2,08
Транснефть ап	724,21	0,96	757,87	0,55
Сургутнефтегаз ап	2,36	8,16	8,21	21,27
Татнефть ао	8,23	3,56	10,58	3,59
МТС ао	18,6	5,74	19,6	8,03
Уралкалий ао	3,84	2,53	0	-
Северсталь ао	8,3	2,82	73,68	11,85
АЛРОСА ао	1,47	3,06	1,47	2

\* Данная таблица составлена автором на основе информации, заимствованной с сайта «БКС-экспресс: финансовые и экономические новости» (раздел «Дивидендный календарь») [2], а также с сайтов эмитентов и различных новостных порталов. При наличии у эмитента промежуточных дивидендов в таблице приведена итоговая сумма (годовые дивиденды).

российском рынке. При снижении прибыли по итогам 2014 г. у большинства компаний наблюдается рост дивидендных выплат. Так, крупнейшие российские публичные компании увеличили дивиденды по итогам 2014 г. в целом на 27,7%, невзирая на падение чистой прибыли в объеме около 30%<sup>2</sup>.

В среде крупных публичных корпораций наблюдается повсеместное сокращение инвестиционных программ и расходов. Настроения инвесторов и менеджеров на сегодняшний день едины: практикуются максимальные дивидендные выплаты в условиях крайней неопределенности. Также следует отметить, что на рынке пропала существовавшая ранее зависимость повышения дивидендов в связи с ростом прибыли. Теперь выплачивать огромные суммы можно на фоне снижения прибыли или даже при наличии убытков. «Северсталь», например, выплатила 61,7 млрд руб. по результатам 2014 г., завершив год с убытком в 61,6 млрд руб. по МСФО. Аналогич-

но повела себя и АЛРОСА: дивиденды составили 10,8 млрд руб. на фоне убытка в 16,8 млрд руб.

Дивидендная доходность по «голубым фишкам» за прошедший год увеличилась на 39,3%, составив в среднем 3,8% по итогам 2013 г. и 5,3% — по итогам 2014 г. Лидерами по доходности в 2013 г. (табл. 1) были «Сургутнефтегаз» (8,16% по префам), «Норильский никель» (6,76%), МТС (5,74 %). В 2014 г. «Сургутнефтегаз» сохранил лидерскую позицию в дивидендной доходности по префам (21,27%), на втором и третьем месте, соответственно, находятся «Норильский никель» (14,03%) и «Северсталь» (11,85%). Рост абсолютной величины дивидендов в расчете на одну акцию в 2014 г. имел место по 11 акциям из 16 рассматриваемых, 2 эмитента оставили дивиденды без изменений. Безусловным фаворитом рынка стала «Северсталь» с повышением дивидендов на 788% (!) в 2014-м относительно предыдущего года, далее идут все те же «Сургут-

нефтегаз» с префами (+248%) и «Норильский никель» (+205%).

Почетный пьедестал по общей сумме выплаченных дивидендов по итогам 2013 г. (табл. 2) заняли «Газпром» (170,4 млрд руб.), «Роснефть» (136,2 млрд руб.) и «ЛУКОЙЛ» (93,6 млрд руб.). По результатам 2014 г. отличились «Норильский никель» (226,7 млрд руб.), «Газпром» (все те же 170,4 млрд руб.) и снова ЛУКОЙЛ (131 млрд руб.).

По какой причине акционерные общества стали столь щедрыми? Предположений два: нежелание инвестировать в условиях крайней неопределенности и давление Росимущества на госкорпорации (см. далее о госкорпорациях).

## ПОДВИГ ВТБ И ПРИЖИМИСТОСТЬ СБЕРБАНКА

Лидером рынка по проценту чистой прибыли, направленной на выплаты дивидендов по результатам 2014 г., стал

<sup>2</sup> Здесь и далее расчеты проведены автором.

Таблица 2. ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ И СУММАРНЫЕ ДИВИДЕНДЫ ПО АКЦИЯМ ЭМИТЕНТОВ, ВХОДЯЩИХ В ИНДЕКС «ГОЛУБЫХ ФИШЕК» МОСКОВСКОЙ БИРЖИ, ПО ИТОГАМ 2013 И 2014 ГГ.\*

Эмитент	2013 г.			2014 г.		
	Чистая прибыль, млрд руб.	Суммарные дивиденды, млрд руб.	Дивиденды, % от чистой прибыли	Чистая прибыль, млрд руб.	Суммарные дивиденды, млрд руб.	Дивиденды, % от чистой прибыли
Газпром	1139	170,4	15	159	170,4	107,2
ЛУКОЙЛ	249,4	93,6	37,5	182,3	131	71,8
Сбербанк	362	72,4	20	290,3	10,2	3,5
Магнит	35,6	12,8	35,8	47,7	34,3	72
НОВАТЭК	110	24	21,8	35,2	31,3	88,8
Норильский никель	24,4	74,3	304,8	76,8	226,7	295
ВТБ	100,5	15	14,9	0,8	18	2250
Роснефть	388	136,2	35,1	350	87	24,9
Сургутнефтегаз	279,1	39,6	14,2	884,8	86,5	9,8
Транснефть	158	7,9	5	59,5	2,9	5
Татнефть	70,8	19,1	27	92,2	24,6	26,7
МТС	79,8	38,4	48,1	51,8	40,4	78
Уралкалий	21,2	11,3	53,2	-24,2	0	Р/н
Северсталь	2,6	7,0	264,0	-61,6	61,7	Р/н
АЛРОСА	31,8	10,8	34	-16,8	10,8	Р/н
Итого	3052,3	732,7	-	2127,9	935,8	-

\* Данная таблица составлена автором на основе информации, заимствованной с сайтов эмитентов и различных новостных порталов. Чистая прибыль рассчитана для всех эмитентов по МСФО для сравнимости.

ВТБ — 2250% чистой прибыли на дивиденды по МСФО (см. табл. 2). Андрей Костин мотивировал столь экстраординарное решение тем, что «акционеры имеют право на эти дивиденды, которые и так не слишком высокие, и важна стабильность не только в процентовке, но и в абсолютном выражении». Фактически дивиденды ВТБ выросли лишь на 0,86%, или 0,001 коп. (с 0,00116 руб. на одну акцию за 2013 г. до 0,00117 руб. за 2014 г.). Разочаровал акционеров главный конку-

рент ВТБ — Сбербанк, утвердивший самые низкие дивиденды за последние 13 лет. Так, по итогам 2014 г. на выплаты акционерам было направлено всего 10 млрд руб. из 290 млрд руб. чистой прибыли по МСФО, или 3,5% (против 20% за 2013 г.). Дивиденды Сбербанка на одну акцию упали на 86% по сравнению с 2013 г. — с 3,2 до 0,45 руб. Герман Греф заявил, что «часто жизнеспособность приносится в жертву краткосрочной эффективности, но это — ложный выбор»,

и также отметил, что для пополнения капитала Сбербанк не будет «залезать в карман государства» и размывать доли акционеров.

## О ДИВИДЕНДАХ ГОСКОРПОРАЦИЙ

Ни для кого не секрет, что огромную роль на российском рынке играют госкорпорации, а на бирже, соответственно, — их акции. Из 15 эмитентов, входящих в индекс «голубых фишек» Московской Биржи, 6 являются акционерными обществами с государственным участием. При этом суммарный удельный вес госкорпораций в индексе «голубых фишек» составляет 44%. Таким образом, дивиденды госкорпораций имеют громадное значение для рынка, мотивируя как инвесторов, так и прочих эмитентов.

Норматив дивидендных выплат для госкорпораций в размере не менее 25% чистой прибыли акционерного общества был впервые установлен в 2012 г. с внесением изменений в Распоряжение Правительства РФ от 29 мая 2006 г. № 774-р

**В среде крупных публичных корпораций наблюдается повсеместное сокращение инвестиционных программ и расходов. Настроения инвесторов и менеджеров на сегодняшний день едины: практикуются максимальные дивидендные выплаты в условиях крайней неопределенности.**

«О формировании позиции акционера – Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности». Аналогичный норматив (в размере не менее 25%, но уже от консолидированной чистой прибыли акционерного общества) определен и в Методических рекомендациях по разработке дивидендной политики акционерных обществ с государственным участием, утвержденных в декабре 2014 г. Однако данные документы все же имеют рекомендательный характер. Указанный норматив соблюдается и даже перевыполняется отдельными крупными плательщиками дивидендов, исходя их конкретных кулуарных договоренностей с Росимуществом. О тотальном соблюдении норматива всеми госкорпорациями речь в принципе не идет, хотя формально акционерных обществ, добившихся индивидуального снижения дивидендов от правительства, не существует. При этом базу для расчета дивидендов (РСБУ или МСФО) эмитенты пока определяют самостоятельно, нередко руководствуясь соображениями минимизации дивидендных выплат. На текущий момент вопрос о дивидендах госкорпораций переходит уже в некую морально-этическую сферу.

### АГРЕССИВНЫЕ МЕТОДИКИ

В литературе хорошо известны пять теорий дивидендной политики: теория независимости дивидендов, теория налоговых предпочтений, теория «синицы в руках», теория сигнализирования и теория клиентуры. В некоторых источниках они подразделяются на праворадикальные, поддерживающие высокие дивидендные выплаты, леворадикальные, отстаивающие низкие дивиденды, и центристские, утверждающие, что дивиденды не оказывают влияния на стоимость компании.

Практическое использование теорий дивидендной политики позволяет выделить три основных подхода к ее формированию – агрессивный, умеренный и консервативный. Изучение дивидендных выплат российских компаний по итогам 2014 г. позволяет сделать вывод о соответствии их дивидендных политик преимущественно агрессивному типу, а конкретнее – методике постоянного роста дивидендных выплат. При этом представляется очевидным, что по итогам 2015 г. высоких дивидендов ожидать не стоит, и дивидендная политика большинства акционерных обществ станет, вероятно, умеренной или консервативной. Наличие убытков многих корпораций по итогам

В 2013 г. фракцией «Справедливая Россия» в Государственную думу был внесен законопроект об установлении норматива дивидендных выплат в размере не менее 15% чистой прибыли для абсолютно всех без исключения категорий акционерных обществ, однако он был отклонен на стадии обсуждения по вполне понятным причинам.

## Изучение дивидендных выплат российских компаний по итогам 2014 г. позволяет сделать вывод о соответствии их дивидендных политик преимущественно агрессивному типу, а конкретнее – методике постоянного роста дивидендных выплат.

первого полугодия как раз и свидетельствует об этом. Показательным является пример ВТБ, показавший за первое полугодие 2015 г. убыток в размере 17,1 млрд руб.

### НАЛОГОВЫЙ АСПЕКТ

Необходимо отметить и налоговый вопрос. Если в 2014 г. дивиденды инвесторов – налоговых резидентов РФ облагались НДФЛ или налогом на прибыль по ставке 9%, то с 2015 г. данная ставка увеличена до 13%. Новая ставка применяется в отношении всех дивидендов, выплачиваемых в 2015 г., в том числе начисленных по итогам 2014 г. Данная налоговая новация существенно (на 4,4%!) снижает фактическую дивидендную доходность, поэтому вполне логично, что инвесторы рассчитывают на большую сумму дивидендов в рублевом эквиваленте. Таким образом, налоговый аспект нивелирует эффект от роста дивидендных выплат с точки зрения инвестора, и здесь, как всегда, выигрывает лишь государство.

Жизнь рантье за счет акций для рядового инвестора на российском рынке пока вряд ли возможна. По фактической доходности российские акции (за редким исключением) уверенно проигрывают банковским вкладам. Дивиденды крупнейших публичных обществ слабопредсказуемы и абсолютно негарантированы.

По результатам 2015 г. следует ожидать уменьшения прибыли и дивидендных выплат. В стратегическом и долгосрочном плане сокращение инвестиционных программ не может положительно сказаться на корпорациях.

С точки зрения инвестора, желательным было бы введение некоего долговременного ориентировочного норматива дивидендных выплат. Для большинства крупных акционерных обществ он уже установлен в Положениях о дивидендной политике, однако соблюдается далеко не всегда. С позиции менеджмента норматив тоже был бы удобен как ориентир и одновременно обязательное для исполнения обязательство. ■

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Henderson Global Dividend Index. Edition 7. July 2015 // URL: [http://az768132.vo.msecnd.net/documents/46603\\_2015\\_08\\_27\\_05\\_56\\_10\\_820.zip.pdf](http://az768132.vo.msecnd.net/documents/46603_2015_08_27_05_56_10_820.zip.pdf) (дата обращения 01.09.2015)
2. БКС-экспресс: финансовые и экономические новости [Электронный ресурс] // ООО «Компания БКС». – Электрон. дан. – URL: <http://bcs-express.ru/kalendar-investora/dividends/2015> (дата обращения: 30.08.2015)
3. О формировании позиции акционера – Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности [Электронный ресурс]: Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29 мая 2006 г. № 774-р : (в ред. от 12 ноября 2012 г. № 2083-р) // КонсультантПлюс: справочно-правовая система // URL: [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru)
4. Методические рекомендации по разработке дивидендной политики в акционерных обществах с государственным участием [Электронный ресурс]: Приказ Росимущества от 29 дек. 2014 г. № 524 // КонсультантПлюс: справочно-правовая система // URL: [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru)