

DOI: 10.17223/22229388/21/7

УДК 658.155.2, 336.763.2

О.С. Беломытцева

ОБ ОПОРТУНИСТИЧЕСКОМ ПОВЕДЕНИИ РОССИЙСКИХ ГОСКОРПОРАЦИЙ В ПЛАНЕ ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ

Определена роль государства как акционера крупных корпораций на развивающихся рынках капитала. Выявлена сущность оппортунистического поведения госкорпораций в плане выплаты дивидендов. Приведены статистические данные о соблюдении крупнейшими российскими акционерными обществами с государственным участием норматива дивидендных выплат. Проанализированы законодательные предпосылки формирования дивидендной политики российских акционерных обществ. Представлены рекомендации по предотвращению оппортунистического поведения российских госкорпораций в плане выплаты дивидендов, касающиеся государственного регулирования дивидендной политики.

Ключевые слова: оппортунистическое поведение, акционерные общества с государственным участием, дивиденды.

Дивидендная политика является одной из самых интересных и неоднозначных тем в финансовых исследованиях. Ф. Блэк поддерживал аналогичную точку зрения, утверждая, что картина выплаты дивидендов «похожа на пазл с отдельными частями, не сопоставимыми вместе» [1. С. 5]. Р. Брейли и С. Майерс, авторы одного из популярнейших учебников по корпоративным финансам, отнесли исследования в области дивидендной политики к важнейшим нерешенным проблемам финансов [2. С. 933].

Исследования в области дивидендной политики акционерных обществ с государственным участием на развивающихся рынках капитала были впервые предприняты в 90-х гг. XX века. Первыми экономистами, исследовавшими данный вопрос, были Дж.Д. Глен, Я. Кармоколиас, Р.Р. Миллер и С. Шах (1995), Ф. Гал (1999). В дальнейшем к ним присоединились К. Назер, Р. Нузейбех и Д. Аль-Кувари (2004); Х.-А. Аль-Малькави (2007); Н. Букбари, Ж.-К. Коссет и О. Гuedхамы (2009), А. Сиерпинска-Савиц (2014), А.Р. Вардхана и А.Б. Нугрохо (2014).

Что же касается изучения оппортунистического поведения госкорпораций в целом, то значительный вклад в исследование данного вопроса внесли экономисты О. Уильямсон (1985, 1993, 1999), А.А. Кристи и Дж.Л. Циммерман (1994);

П. Вирц (2002); Дж.М. Ходжсон (2004); С. Риу, В. Янг, Дж. Ли и Дж.И. Ли (2012); К. Кордес, П. Ричерсон, Р. МакЕлрес и П. Стримлинг (2011); М.Х. Байер (2014).

Следует отметить, что исследования в области дивидендной политики акционерных обществ с государственным участием в настоящее время фрагментарны, неполны и выполнены лишь в отношении отдельных развивающихся стран.

Цель настоящей статьи состоит в анализе предпосылок формирования оппортунистического поведения российских госкорпораций в плане выплаты дивидендов и предложении конкретных мер для его предотвращения.

Государство как акционер на развивающихся рынках капитала

Наличие государства как контролирующего акционера в структуре акционерного капитала крупных корпораций является характерной особенностью корпоративного управления развивающихся рынков капитала. Данная черта достаточно часто подразумевает нерациональное расходование средств и неэффективную инвестиционную политику. Говоря о госкорпорациях, мы имеем дело с конфликтом интересов в лице государства как акционера и государства как менеджера. Если государство как акционер реализует в первую очередь фискальную функцию и заинтересовано в максимизации дивидендных выплат, то государство как менеджер может принимать неэффективные решения и противодействовать выплате дивидендов. Поэтому в корпоративном управлении госкорпорациями в первую очередь стоит задача баланса выплаты дивидендов и установления его справедливого норматива. Дивиденды в данном случае могут рассматриваться как дисциплинирующий инструмент [3. С. 21].

Очевидным представляется факт, что государство как акционер не может занимать спекулятивную позицию в отношении принадлежащего ему пакета акций, а также лоббировать агрессивную дивидендную политику подконтрольных ему компаний. В научном докладе НИФИ Минфина России [4. С. 10] отмечены следующие важнейшие задачи дивидендной политики государства как акционера:

- сигнальная, состоящая в информировании инвесторов, кредиторов, партнеров о текущем состоянии дел компании;
- агентская (проведение государственной политики через участие в капитале предприятия);
- бюджетная, характеризующая пополнение бюджета за счет дивидендных выплат и обеспечение эффективного использования государственных средств в акционерных обществах с государственным участием.

При этом следует отметить, что наличие государства как акционера в структуре капитала имеет плюсы и минусы с точки зрения прочих инве-

стором, включая миноритариев. Так, согласно Н. Букбари, Дж.-С. Коссет и О. Гудехами, государство обеспечивает госкорпорациям легкий доступ к финансированию и таким образом дает потенциальную возможность выплаты высоких дивидендов [5]. К аналогичному выводу приходит и Ф. Гал, утверждавший, что частным компаниям сложнее получить заемное финансирование, и они в большей степени ориентированы на использование нераспределенной прибыли для инвестиционных целей [6]. По мнению Дж. Глена, И. Кармоколиаса, Р. Миллера и С. Шаха, государство может защищать интересы миноритариев, контролируя действия инсайдеров и определяя большой размер дивидендов [7]. Данное мнение разделяют и К. Назер, Р. Нузейбех и Д. Аль-Кувари, отмечая важность присутствия государства как акционера для улучшения репутации компании в глазах иностранных инвесторов [8].

Среди прочих особенностей дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала следует отметить концентрацию акционерной собственности и слабое корпоративное управление, низкие и нестабильные дивидендные выплаты, а также недостаточный уровень прозрачности и раскрытия информации. Подробнее особенности дивидендной политики российских акционерных обществ в целом определены в работе авторов Д.Г. Антонян и О.С. Беломытцовой [9], а в отношении акционерных обществ с государственным участием – в следующей статье этого же авторского коллектива [10].

Об оппортунистическом поведении корпораций

Понятие «оппортунистическое поведение» («оппортунизм») было впервые представлено в экономической литературе классиком новой институциональной экономики О. Уильямсоном в 1975 г. и впоследствии получило широкое развитие в анализе поведения как индивидов, так и корпораций. Первоначально О. Уильямсон определил оппортунизм как «личную выгоду, граничащую с коварством» [11. С. 255]. Он также утверждал, что «экономический субъект является гораздо более тонким и хитрым существом, нежели предполагает классическая концепция извлечения личной выгоды» [11]. Позднее (в 1985 г.) О. Уильямсон усовершенствовал концепцию оппортунизма в условиях «неполного или искаженного раскрытия информации, в особенности для расчета усилий по введению в заблуждение, искажению, маскировке информации или иному запутыванию заинтересованных лиц» [12. С. 47].

М.И. Одинцова дает, на наш взгляд, наиболее полное и корректное определение оппортунистического поведения как «поведения индивида, который стремится получить

одностороннюю выгоду за счет партнера, уклоняясь от соблюдения условий контракта» [13. С. 93]. Теория оппортунистического поведения построена на допущении того, что индивиды склонны вести себя исходя из собственной выгоды и используя для ее достижения любые доступные средства, включая ложь и вероломство. Таким образом, экономические агенты регулярно пользуются уязвимым положением партнеров при изменении неких обстоятельств. Оппортунизм ведет к росту транзакционных издержек, поскольку экономические агенты вынуждены закладывать в стоимость сделки риск оппортунистического поведения и тратить средства для оценки степени оппортунистичности своего партнера.

Дж. Паркер классифицирует примеры типичного оппортунистического поведения, выделяя пять наиболее характерных ситуаций: неблагоприятный отбор вследствие асимметричности информации; моральный риск (риск безответственности); своевременно не выявленную эксплуатацию; нарушение контрактных обязательств; халатность и уклонение от исполнения служебных обязанностей [14. С. 21].

Оппортунистическое поведение ряда российских акционерных обществ с государственным участием состоит в уклонении от обязательств по выплате дивидендов в размере установленного норматива и попытках проведения личных переговоров относительно выплаты дивидендов с представителями Росимущества. При этом мы имеем в виду лишь эффективно функционирующие акционерные общества, при наличии прибыли. В отношении типичных ситуаций оппортунистического поведения мы можем констатировать наличие асимметричности информации, нарушение контрактных обязательств, а также халатность и уклонение от исполнения служебных обязанностей менеджментом госкорпораций.

О нормативе дивидендных выплат для госкорпораций

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 «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 имеют все же рекомендательный характер.

Коэффициент дивидендных выплат в размере 25% чистой прибыли является, безусловно, низким как для частных компаний, так и, тем более,

для акционерных обществ с государственным участием. В мировой практике ставка дивидендных выплат в среднем составляет 40–50% чистой прибыли, а для акционерных обществ с государственным участием устанавливается на более высоком уровне, вплоть до 60–70%. В настоящее время ведется дискуссия относительно увеличения коэффициента дивидендных выплат для российских госкорпораций до 50%.

Норматив выплаты дивидендов соблюдается и даже перевыполняется отдельными крупными плательщиками дивидендов, исходя из 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.

Наглядно информация о коэффициентах дивидендных выплат госкомпаний, чьи акции входят в индекс «голубых фишек» ММВБ, представлена в таблице. Для анализа нами были выбраны именно эти корпорации, поскольку совокупный удельный вес их акций в индексе «голубых фишек» ММВБ превышает 47%. Таким образом, дивиденды ведущих госкорпораций имеют огромное значение для рынка, мотивируя как инвесторов, так и прочих эмитентов. По итогам 2013 г. норматив дивидендных выплат был выполнен только компаниями Роснефть и Алроса, по итогам 2014 г. – Газпромом, ВТБ, Роснефтью и Алроса. Таким образом, мы наблюдаем признаки оппортунистического поведения ведущих российских госкорпораций, состоящие в нежелании выплачивать дивиденды согласно установленному нормативу.

В числе прочих акционерных обществ с государственным участием наблюдается повсеместное несоблюдение рекомендованного норматива дивидендных выплат. Более того, Положения о дивидендной политике большинства эмитентов данной группы даже не подразумевают установления норматива в объеме 25%.

Таблица. Чистая прибыль и коэффициенты дивидендных выплат госкорпораций, входящих в индекс «голубых фишек» ММВБ по итогам 2013 и 2014 гг.

Эмитент	2013			2014		
	Чистая прибыль, млрд руб.	Общая сумма дивидендов, млрд руб.	Коэффициент дивидендных выплат, %	Чистая прибыль, млрд руб.	Общая сумма дивидендов, млрд руб.	Коэффициент дивидендных выплат, %
Газпром	1139	170,4	15	159	170,4	107,2
Сбербанк	362	72,4	20	290,3	10,2	3,5
ВТБ	100,5	15	14,9	0,8	18	2250
Роснефть	388	136,2	35,1	350	87	24,9
Транснефть	158	7,9	5	59,5	2,9	5
Алроса	31,8	10,8	34	□16,8	10,8	р/н

Законодательные предпосылки формирования дивидендной политики российских акционерных обществ

Сфера акционерных отношений и корпоративного управления в настоящее время в РФ достаточно активно реформируется. Наиболее существенными новациями 2014–2016 гг., оказывающими влияние на формирование дивидендной политики российских акционерных обществ с государственным участием, следует считать реформирование порядка выплаты дивидендов, принятие нового Кодекса корпоративного управления, изменение ставок налогообложения дивидендов, введение системы инвестиционных налоговых вычетов, а также приватизацию пакетов акций ряда крупных пред-

приятий, находящихся в государственной собственности.

С 1 января 2014 г. вступили в действие изменения в Федеральный закон «Об акционерных обществах» в отношении механизма выплаты дивидендов. Если ранее существовала единая дата закрытия реестра как для участия в общем собрании акционеров, так и для выплаты дивидендов, то с 2014 г. даты фиксации реестра были разделены. Данное нововведение соответствует нормам мировой практики в области акционерного дела и устраняет существовавшее ранее противоречие, согласно которому перечень лиц для получения дивидендов определялся раньше даты определения суммы дивидендов. При этом также были незначительно сокращены сроки выплаты дивидендов.

дендов. Данная новация оказала положительное влияние на предсказуемость дивидендных выплат для миноритариев и повышение прозрачности российского рынка акций. Подробнее новый механизм выплаты дивидендов рассмотрен в работе авторов Н.В. Апреловой и О.С. Беломытцевой [15].

Новый российский Кодекс корпоративного управления был принят в декабре 2014 г. Он дает ряд рекомендаций в отношении дивидендной политики акционерных обществ, включая равную и справедливую возможность участия в прибыли для всех акционеров. Принципиальным является требование Кодекса корпоративного управления о недопущении ухудшения дивидендных прав существующих акционеров и «размывания» их долей при совершении корпоративных действий, а также использования иных способов получения прибыли за счет общества, помимо дивидендов и ликвидационной стоимости. Если для частных акционерных обществ следование нормам Кодекса корпоративного управления является рекомендательным, то для госкомпаний – фактически обязательно, например при прохождении листинга на Московской бирже, и способствует совершенствованию корпоративного управления. Особенности требований Кодекса корпоративного управления применительно к выплате дивидендов подробно изложены в статьях О.С. Беломытцевой как индивидуальных [16], так и в соавторстве в Д.Г. Антонян [17].

С 1 января 2015 г. произошли изменения в налогообложении дивидендов. 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. Эта налоговая новация на 4,4% [18. С. 43] снижает фактическую дивидендную доходность инвесторов, поэтому вполне логично, что инвесторы рассчитывают на большую сумму дивидендов в рублевом выражении.

Инвестиционные налоговые вычеты, введенные в действие также с 1 января 2015 г., позволяют инвесторам минимизировать налогообложение сделок с ценными бумагами либо даже не платить НДФЛ в принципе при соблюдении ряда условий. Одним из популярных инструментов в рамках системы инвестиционных налоговых вычетов являются индивидуальные инвестиционные счета, механизм ведения и налогообложения которых изложен в работе автора [19]. По данным Московской биржи, в настоящее время более 90% средств на индивидуальных инвестиционных счетах вложены в акции, что говорит о позитивном настрое инвесторов, ожиданиях высоких дивидендных вы-

плат и должно найти непосредственное отражение в дивидендной политике ведущих российских акционерных обществ.

Приватизация пакетов акций крупных госкорпораций будет проведена в РФ в 2016 г. В настоящее время полный список госкомпаний, подлежащих приватизации, не оглашен. Однако известно, что в него вошли «АЛРОСА», относящаяся к числу «голубых фишек», «Башнефть» и «Аэрофлот». Сумма поступлений от приватизации в 2016 г. планируется в объеме 1 трлн руб. Приватизация подразумевает запреты на приобретение пакетов акций нерезидентами, а также на кредитование приватизационных сделок в российских госбанках. Главной целью приватизации в текущей ситуации волатильности рубля и падения цен на нефть является увеличение доходов государства. Однако применительно к корпоративному управлению приватизация должна способствовать росту экономической эффективности, расширению круга акционеров, росту показателя «free float» и развитию национального рынка капитала. Приватизируемые предприятия, вероятнее всего, увеличат дивидендные выплаты по итогам 2015 г. в попытке заинтересовать будущих акционеров, что благоприятно скажется на развитии рынка акций и поддержке миноритариев.

Таким образом, изменения в законодательстве о выплате дивидендов в 2014–2016 гг. имеют разноплановые последствия в плане развития дивидендной политики российских акционерных обществ. Механизм выплаты дивидендов и защиты прав акционеров стал, безусловно, проще, логичнее и менее подвержен злоупотреблениям; вероятно развитие рынка акций приватизируемых госкорпораций и применение ими агрессивных методик выплаты дивидендов. При этом налоговая нагрузка, с точки зрения инвестора, увеличилась и нивелирует эффект от роста дивидендных выплат, однако инвесторы получили право на инвестиционные налоговые вычеты. Вышеназванные факты позволяют нам надеяться на некоторую передышку в нормотворческой деятельности в плане регулирования дивидендных выплат и совершенствования корпоративного управления [20. С. 13]. С позиции оппортунистического поведения госкорпораций в плане выплаты дивидендов вышеназванные изменения в целом позитивны и направлены на предсказуемость и рост дивидендных выплат.

Результаты исследования

Очевидно, что для минимизации случаев оппортунистического поведения российских акционерных обществ с государственным участием в плане выплаты дивидендов и повышения контроля качества дивидендной политики необходимы меры государственного регулирования. Практически данные меры могут состоять в определении на законодательном уровне ряда вопросов:

1. Расчета дивидендов исходя из размера чистой прибыли по МСФО и исчисления чистой прибыли с учетом консолидированной отчетности дочерних и зависимых обществ.

2. Выплаты промежуточных дивидендов, что повсеместно практикуется за рубежом и было бы выгодно акционерам – как государству, так и прочим инвесторам.

3. Дифференциации норматива дивидендных выплат в зависимости от размера пакета акций в государственной собственности. Так, на наш взгляд, логично разграничить миноритарные, блокирующие, контрольные и полные пакеты акций и установить различные требования к дивидендной политике акционерных обществ. Также логично дифференцировать норматив дивидендных выплат с точки зрения отрасли, специфики компании, срока функционирования и прочих критериев. Возможно введение неких минимально допустимых значений дивидендных выплат в зависимости от чистой прибыли.

Дивидендная политика акционерных обществ с государственным участием оказывает существенное влияние как на пополнение доходов федерального бюджета, так и на рост инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости акций эмитентов данной группы. Указанные меры, вероятно, позволят повысить инвестиционную привлекательность акционерных обществ с государственным участием с позиции миноритариев, что немаловажно, поскольку ряд акционерных обществ данной категории имеют высокую распыленность акций. Так, у ОАО «Сбербанк России» число акционеров – физических лиц составляет более 214 тыс. человек, у ОАО «Газпром» – более 500 тыс. человек.

В качестве вопросов для дальнейших исследований следует отметить необходимость изучения эффективности дивидендной политики акционерных обществ с государственным участием, а также качества корпоративного управления в данных компаниях, включая присвоение рейтингов.

Литература

1. *Black F.* The dividend puzzle // *Journal of portfolio management.* 1976. Vol. 2, No. 2. P. 5–8.
2. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2014. 1008 с.
3. *Шагалева Г.Б.* Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала: автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2011. 27 с.

4. *Исследование* дивидендных политик компании с государственным участием: российский и зарубежный опыт. / под ред. И.Н. Рыковой. М.: Научно-исследовательский финансовый институт, 2015. 104 с.

5. *Boubakri N., Cosset J-C., Guedhami O.* From state to private ownership: issues from strategic industries // *Journal of banking and finance.* 2009. Vol. 33. P. 367–379.

6. *Gul F.* Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China // *Pacific-Basin finance journal.* 1999. Vol. 7. P. 157–172.

7. *Glen J., Karmokolias Y., Miller R., Shah S.* Dividend policy and behaviour in emerging markets // *IFC discussion paper.* 1995. No 26. URL: <https://www.ifc.org>.

8. *Naser K., Nuseibeh R., Al-Kuwari D.* Dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: evidence from banking sector of the Gulf Co-operation Council (GCC) // *Middle East business and economic review.* Vol. 16. P. 1–12.

9. *Антонян Д.Г., Беломытцева О.С.* Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ // *Вестник ТГУ. Экономика.* 2014. № 3. С. 79–88.

10. *Беломытцева О.С., Антонян Д.Г.* Дивидендная политика российских акционерных обществ с государственным участием: формирование и особенности // *Вестник НГУЭУ.* 2016. № 1. С. 80–91.

11. *Williamson O.E.* Markets and hierarchies: analysis and anti-trust implications: a study in the economics of internal organization. NY: Free Press, 1975. 288 p.

12. *Williamson O.E.* The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting. Lond.: Macmillan, 1985. 450 p.

13. *Одинцова М.И.* Институциональная экономика. М.: ГУ-ВШЭ, 2007. 386 с.

14. *Parker G.* Self-policing in politics: the political economy of reputational controls on politicians. – Princeton: Princeton University Press, 2004. 192 p.

15. *Андреева Н.В., Беломытцева О.С.* О реализованных и планируемых новациях в плане выплаты дивидендов в российском законодательстве // *Сибирская финансовая школа.* 2014. № 5. С. 116–122.

16. *Беломытцева О.С.* Дивидендные права акционеров в рамках нового Кодекса корпоративного управления // *Материалы X международной научно-практической конференции «Современный менеджмент: проблемы и перспективы».* СПб., 2015. С. 144–148.

17. *Антонян Д.Г., Беломытцева О.С.* Определение дивидендных прав акционеров в рамках кодексов корпоративного поведения российских акционерных обществ // *Проблемы учета и финансов.* 2014. № 4. С. 38–40.

18. *Беломытцева О.С.* Год нестабильности и обильных дивидендов // *Рынок ценных бумаг.* 2015. № 8. С. 40–43.

19. *Беломытцева О.С.* Система индивидуальных инвестиционных счетов в РФ: первые результаты и перспективы // *Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса.* 2016. № 1. С. 89–94.

20. *Беломытцева О.С.* Законодательные новации в области выплаты и налогообложения дивидендов // *European Social Science Journal.* 2015. № 12. С. 9–14.