

## КОЗЛОВА Алина Сергеевна

Аспирант кафедры финансов

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



### Теоретические аспекты дивидендной политики российских компаний

Актуальность статьи обусловлена недостаточной проработанностью ряда теоретических вопросов, связанных с дивидендной политикой российских компаний. Дискуссионными остаются темы, касающиеся понимания сущности дивидендной политики как таковой. В современной финансовой литературе представлено множество научных взглядов по данной проблематике. По мнению автора, отсутствие единого подхода вызвано особенностями действующего российского законодательства. В статье предпринята попытка обосновать тезис о том, что дивидендная политика компании – это самостоятельное направление ее финансовой политики, в рамках которого системно и формализованно определяются порядок и условия выплаты дивидендов по всем типам акций, находящихся в обращении.

**JEL classification:** G23; G35; G38

**Ключевые слова:** акционерное общество; акция (обыкновенная, привилегированная); дивидендная политика; финансовая политика; законодательство.

**К**ардинальная смена парадигмы экономического развития, произошедшая в России в конце прошлого столетия, способствовала глубокой трансформации национальной экономики, в частности зарождению и чрезвычайно быстрому развитию рынка ценных бумаг, одним из важнейших сегментов которого был и остается рынок акций. Становление отечественного рынка акций, характеризовавшееся развитием биржевой торговли и появлением частных и институциональных инвесторов, сделало актуальным вопрос о распределении чистой прибыли компаний. Практически сразу возникла необходимость поиска оптимального соотношения между выплатой дивидендов и реинвестированием полученной прибыли.

Стоит отметить, что первоначально многие компании, в том числе публичные, действовали «методом проб и ошибок», решая данную, далеко не тривиальную, задачу в значительной степени спонтанно (например, в 90-е годы XX века мажоритарные акционеры российских компаний принимали решение о выплате дивидендов, исходя из собственных краткосрочных потребностей в финансовых ресурсах и не учитывая влияние осуществляемых дивидендных выплат на финансовое состояние компании). Подобный подход к распределению прибыли российских компаний оказался несостоятельным, что наглядно продемонстрировал кризис 1998 г. Тогда многие компании, проводившие несбалансированную, а зачастую и просто бессистемную политику распределения прибыли, утратили финансовую устойчивость. В результате одним компаниям потребовались дополнительные вложения для сохранения бизнеса, вторые сменили собственников из-за вынужденных сделок по слияниям и поглощениям, третьи прошли процедуру банкротства и прекратили свое существование [3. С. 17–22].

В начале 2000-х годов на российском рынке акций (прежде всего на биржевом) начало формироваться понимание того, что политика распределения прибыли должна

стать более системной и экономически обоснованной, т. е. выплата дивидендов перестала быть «оторванной» от финансовых результатов деятельности отечественных компаний. Очень важным было осознание необходимости определенной формализации политики распределения прибыли (ее подробного описания и как минимум ознакомления с ней высших руководителей и собственников компании) [9. С. 70–78].

Именно этот период можно считать временем появления и широкого распространения на российском рынке акций термина «дивидендная политика». При этом сам процесс ее формирования даже у крупнейших отечественных компаний оказался достаточно продолжительным [5]. Так, если первые упоминания о распределении чистой прибыли появились в официальных документах российских компаний в качестве одного из разделов их уставов в конце 1990-х годов, то декларирование дивидендной политики в форме самостоятельного документа, общедоступного для всех заинтересованных лиц, стало нормой деловой практики лишь перед 2008 г.

Тем не менее многие теоретические вопросы, связанные с дивидендной политикой российских компаний, остаются слабо разработанными с научной точки зрения, причем высоким уровнем дискусионности отличаются даже те из них, которые касаются понимания сущности дивидендной политики как таковой. Необходимо подчеркнуть, что в современной литературе в области финансов существует множество противоречивых, а в некоторых случаях и антагонистичных научных взглядов по данной проблематике.

Сохранение плюрализма научных мнений и отсутствие единого подхода к пониманию сущности дивидендной политики во многом обусловлено особенностями действующего российского законодательства, в котором данный термин, к сожалению, не фигурирует. Так, в Федеральном законе от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»<sup>1</sup> приводится определение термина «акция»: «эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации». Таким образом, право на получение дивидендов рассматривается как неотъемлемое право владельцев акций.

Собственно законодательное определение термина «дивиденд» приводится в Налоговом кодексе Российской Федерации: дивидендом «признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации». К дивидендам относятся также «любые доходы, получаемые из источников за пределами Российской Федерации, относящиеся к дивидендам в соответствии с законодательствами иностранных государств».

В данном нормативном документе предельно четко и однозначно определяются случаи, когда выплаты акционерам компании не признаются дивидендами:

«1) выплаты при ликвидации организации акционеру (участнику) этой организации в денежной или натуральной форме, не превышающие взноса этого акционера (участника) в уставный (складочный) капитал организации;

2) выплаты акционерам (участникам) организации в виде передачи акций этой же организации в собственность;

3) выплаты некоммерческой организации на осуществление ее основной уставной деятельности (не связанной с предпринимательской деятельностью), произведенные хозяйственными обществами, уставный капитал которых состоит полностью из вкладов этой некоммерческой организации».

<sup>1</sup> Справочно-правовая система «Консультант Плюс». URL: <http://www.consultant.ru>.

Условия осуществления дивидендных выплат формулируются в Федеральном законе от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»<sup>1</sup>: «источником выплаты дивидендов является прибыль общества после налогообложения (чистая прибыль общества)», которая «определяется по данным бухгалтерской отчетности общества», причем «дивиденды по привилегированным акциям определенных типов также могут выплачиваться за счет ранее сформированных для этих целей специальных фондов общества».

В этом же законе предусматривается право компаний выплачивать промежуточные дивиденды: «Общество вправе по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года и (или) по результатам финансового года принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям, если иное не установлено настоящим Федеральным законом. Решение о выплате (объявлении) дивидендов по результатам первого квартала, полугодия и девяти месяцев финансового года может быть принято в течение трех месяцев после окончания соответствующего периода». Важным является и законодательное определение формы осуществления дивидендных выплат: «деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, – иным имуществом», причем «выплата дивидендов в денежной форме осуществляется в безналичном порядке обществом или по его поручению регистратором, осуществляющим ведение реестра акционеров такого общества, либо кредитной организацией».

Отметим, что в действующем законодательстве выделяется случай выплаты дивидендов физическим лицам, имеющим лицевые счета в системе ведения реестра акционеров. В частности, указывается, что выплата дивидендов «осуществляется путем почтового перевода денежных средств или при наличии соответствующего заявления указанных лиц путем перечисления денежных средств на их банковские счета, а иным лицам, права которых на акции учитываются в реестре акционеров общества, путем перечисления денежных средств на их банковские счета»; «обязанность общества по выплате дивидендов указанным лицам считается исполненной с даты приема переводимых денежных средств организацией федеральной почтовой связи или с даты поступления денежных средств в кредитную организацию, в которой открыт банковский счет лица, имеющего право на получение таких дивидендов».

Кроме того, в рассматриваемом законе устанавливается общий подход к определению даты закрытия реестра акционеров («дата, на которую в соответствии с решением о выплате (объявлении) дивидендов определяются лица, имеющие право на их получение, не может быть установлена ранее 10 дней с даты принятия решения о выплате (объявлении) дивидендов и позднее 20 дней с даты принятия такого решения»); формированию круга лиц, имеющих право на получение дивидендов («дивиденды выплачиваются лицам, которые являлись владельцами акций соответствующей категории (типа) или лицами, осуществляющими в соответствии с федеральными законами права по этим акциям, на конец операционного дня даты, на которую в соответствии с решением о выплате дивидендов определяются лица, имеющие право на их получение»); определению величины дивидендных выплат («размер дивидендов не может быть больше размера дивидендов, рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества», причем «общество обязано выплатить объявленные по акциям каждой категории (типа) дивиденды»).

Большое значение имеет и то, что в данном нормативно-правовом акте предусмотрены ограничения по выплате дивидендов, которые подразделяются на ограничения, касающиеся принятия решения (объявления) о выплате дивидендов, и ограничения, связанные с выплатой уже объявленных дивидендов. Закон однозначно перечисляет случаи, когда компании в принципе не имеют права принимать решение о выплате дивидендов:

<sup>1</sup> Справочно-правовая система «Консультант Плюс». URL: <http://www.consultant.ru>.

- «1) до полной оплаты всего уставного капитала общества;
- 2) до выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены у акционеров в определенных ст. 76 случаях;
- 3) если на день принятия такого решения общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- 4) если на день принятия такого решения стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала, и резервного фонда, и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера в результате принятия такого решения;
- 5) в иных случаях, предусмотренных федеральными законами».

Нужно особо отметить тот факт, что на законодательном уровне фиксируется определенность выплаты дивидендов по акциям различных типов (в частности, запрещено принятие решения о выплате дивидендов «по обыкновенным акциям и привилегированным акциям, размер дивидендов по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов (в том числе дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) по которым определен уставом общества» и «по привилегированным акциям определенного типа, по которым размер дивиденда определен уставом общества, если не принято решение о полной выплате дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, предоставляющим преимущество в очередности получения дивидендов перед привилегированными акциями этого типа».

Наконец, даже при наличии объявленных дивидендов компании не имеют права производить их выплату в определенных случаях, а именно: «если на день выплаты общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов»; «если на день выплаты стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом общества ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций, либо станет меньше указанной суммы в результате выплаты дивидендов» и «в иных случаях, предусмотренных федеральными законами». Примечательно, что «по прекращении указанных ... обстоятельств» на компанию возлагается обязательство «выплатить акционерам объявленные дивиденды».

Резюмируя все сказанное выше, следует признать, что в действующем российском законодательстве, положения которого прямо или опосредованно затрагивают вопросы дивидендных выплат, имеет место весьма существенное противоречие.

С одной стороны, получение дивидендов по акциям, как обыкновенным, так и привилегированным, рассматривается в качестве одного из неотъемлемых прав, априори предоставляемых их владельцам (в некоторых случаях в специализированной научной литературе это право называется «базовым правом акционеров»). При этом сразу в нескольких нормативно-правовых документах подчеркивается, что дивиденды выплачиваются преимущественно из чистой прибыли компаний.

С другой стороны, фактически отсутствует формализованное определение термина «дивидендная политика», но при этом сформулированы, причем весьма подробно, требования и ограничения, которые в обязательном порядке должны учитываться при ее

разработке, т. е. в условиях терминологической неопределенности существуют законодательные нормы, обязательные для соблюдения российскими компаниями.

В этой связи следует обратить внимание на примечательный факт: в конце 2014 г. в приказе Федерального агентства по управлению федеральным имуществом от 29 декабря 2014 г. № 524 «Об утверждении Методических рекомендаций по разработке дивидендной политики в акционерных обществах с государственным участием»<sup>1</sup> была предпринята первая попытка формализовать данный термин. Под дивидендной политикой было предложено понимать «совокупность принципов и мер, рекомендованных для обеспечения прав акционеров на получение части прибыли» компании.

Как нам представляется, предложенное определение характеризовалось чрезвычайно высоким уровнем обобщения, что объективно препятствовало его вовлечению в научный оборот (по сути, в нем констатировался очевидный факт, заключающийся в том, что дивидендная политика связана с распределением чистой прибыли компаний, и не более того). К тому же декларируемые «принципы и меры» либо повторяют (нередко полностью дублируют) уже существующие требования других законодательных актов, либо отличаются «размытостью» формулировок.

В этом отношении очень показательны заявленные принципы дивидендной политики, к которым отнесены:

- соблюдение норм действующего законодательства Российской Федерации, Устава и внутренних документов Общества, в том числе соответствие принятой в Обществе практики начисления и выплаты (объявления) дивидендов законодательству Российской Федерации;

- соблюдение прав и интересов акционеров;
- стремление соответствовать высоким стандартам корпоративного управления;
- обеспечение заинтересованности менеджмента и акционеров в повышении прибыльности Общества;

- повышение инвестиционной привлекательности Общества;
- обеспечение положительной динамики величины дивидендных выплат при условии роста чистой прибыли Общества;

- стремление к обеспечению наиболее комфортного для акционеров способа получения дивидендов;

- стремление выплачивать дивиденды в короткие сроки;
- обеспечение максимальной прозрачности механизма определения размера дивиденда.

По нашему мнению, первые два принципа в значительной степени повторяют требования действующих федеральных законов, в том числе Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» и Федерального закона от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»<sup>2</sup>. Остальные принципы, в лучшем случае, могут рассматриваться как элементы некой гипотетической «декларации о намерениях», ориентированной на продолжительный период времени (так, не совсем понятно, что конкретно подразумевается под высокими стандартами корпоративного управления и как на практике можно оценить стремление им соответствовать).

Подобный «законодательный нонсенс» приводит к появлению большого количества работ, в которых предпринимаются попытки конкретизировать определение термина «дивидендная политика».

Так, по мнению О.Е. Алехиной, Т.В. Репетун и А.В. Якуниной, дивиденды представляют собой «...часть чистой прибыли акционерного общества, которую получают

<sup>1</sup> Справочно-правовая система «Гарант». URL: <http://www.base.garant.ru>.

<sup>2</sup> Там же.

владельцы обыкновенных и привилегированных акций», а дивидендная политика должна трактоваться как «...последовательность действий эмитента при распределении прибыли и обеспечении доходов акционеров» [1. С. 64].

Ю. В. Семернина утверждает: «...дивидендная политика – это установленный общим собранием акционеров по представлению совета директоров порядок принятия решения об объявлении (выплате) дивидендов», причем ее наличие «...повышает доверие к обществу, положительно сказывается на его инвестиционной привлекательности, на рыночной стоимости акций и капитализации акционерного общества» [7. С. 30].

Несколько в другом ракурсе трактует дивидендную политику И. А. Бланк: «...часть общей финансовой стратегии акционерного общества, заключающаяся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями полученной им прибыли с целью обеспечения роста рыночной стоимости акций» [2. С. 504].

Во многом похожее определение предлагает И. Я. Лукасевич, особо отмечаящий, что целями дивидендной политики являются «...увеличение рыночной стоимости» компании и «...повышение благосостояния собственников ... в отличие от других видов доходов, получаемых за предоставление капитала, например процентов, выплаты дивидендов не являются обязательными, а их величина, как правило, неизвестна заранее» [4. С. 718–719].

Во многом аналогичным образом трактуют дивидендную политику А. Е. Шамин, О. А. Фролова и О. А. Зубенкова, добавляя при этом, что она должна рассматриваться еще и как «...механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия», а также подчеркивая ее большое значение для деятельности компании (в частности, авторы указывают на то, что она «...оказывает влияние на финансовую программу и бюджет капиталовложений, воздействует на движение денежных средств, влияет на отношения ... с инвесторами и способствует сокращению или увеличению акционерного капитала») [11. С. 161–162].

Более подробно рассматривает данную проблематику Н. Я. Синицкая, которая предлагает выделять два определения дивидендной политики: «...в широком смысле она представляет собой „обязательства компании при прочих равных условиях направлять в пользу акционеров определенную часть чистой прибыли“, а в рамках финансового менеджмента она должна интерпретироваться как „механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику“, т. е. в этом вопросе автор разделяет научные воззрения А. Е. Шамина, О. А. Фроловой и О. А. Зубенковой [10. С. 155–156].

С иной позиции рассматривает дивидендную политику российских компаний Н. С. Пласкова, полагающая, что она представляет собой «...элемент корпоративной культуры, повышающий доверие к акционерному обществу со стороны потенциальных акционеров», а также «...положительно сказывается на ... инвестиционной привлекательности» [6. С. 205].

По нашему мнению, все перечисленные выше определения данного термина характеризуются некоторыми существенными недостатками.

Во-первых, дивидендная политика не рассматривается в качестве самостоятельной политики, проводимой российскими компаниями (в частности, об этом весьма наглядно свидетельствует тот факт, что она интерпретируется как часть финансовой политики, механизм распределения чистой прибыли, элемент корпоративной культуры и т. д.).

Как мы полагаем, подобный подход к пониманию данного термина в значительной степени является условным и не учитывает целого ряда важных нюансов. Так, если говорить о понимании дивидендной политики как своеобразного «балансира» между «потребляемой» и «капитализируемой» частями чистой прибыли отечественных компаний, то необходимо заметить, что «потребление» чистой прибыли может осуществляться не только путем выплаты дивидендов, но и некоторыми другими способами.

Например, компания может принять решение не о выплате дивидендов, а о проведении обратного выкупа акций (в англоязычной литературе общепринятым является термин «buyback»). Долгосрочной целью обратного выкупа является повышение стоимости акций (как правило, выкупленные акции сначала консолидируются на балансе самой компании или ее аффилированной структуры, а затем принимается решение о погашении выкупленных бумаг). Однако сама по себе эта процедура обычно используется как альтернатива выплате дивидендов (тем не менее иногда выплата дивидендов и проведение обратного выкупа акций могут использоваться параллельно).

Таким образом, дивиденды – это не единственный способ «потребления» прибыли акционерами. Весьма примечательно, что данный теоретический нюанс фактически игнорируется в российской финансовой литературе (мало того, в ней преобладает совершенно противоположная теоретическая позиция, постулирующая «уникальность» дивидендных выплат в процессе распределения прибыли компаний).

Во-вторых, современные исследователи не учитывают такого концептуального момента, как системность дивидендной политики, т. е. того, что она не должна просто предлагать некую процедуру определения размера дивидендов и осуществления их выплат, но иметь последовательный, системный характер.

По нашему мнению, дивидендная политика ни в коем случае не должна являться инструментом «единовременного применения», используемым от случая к случаю (фактически по завершении каждого дивидендного периода). Напротив, она должна представлять собой целостную логическую систему, в рамках которой принятие решений о выплате дивидендов принимается в зависимости от нескольких ключевых факторов (например, величины чистой прибыли компании, имеющейся потребности в финансовых ресурсах, предпочтений мажоритарных акционеров компании и пр.). Это позволит рассматривать несколько возможных сценариев дивидендных выплат, каждый из которых удовлетворяет долгосрочным стратегическим приоритетам компании. Дивидендная политика компании должна концептуально отвечать на вопрос: «как будет изменяться величина дивидендных выплат компании в зависимости от рыночной конъюнктуры?». В частности, она должна давать представление о том, при каких обстоятельствах компания может отказаться от выплаты дивидендов.

В-третьих, в представленных определениях не учитывается степень формализации дивидендной политики, хотя, как мы полагаем, это имеет принципиальное значение. Дело в том, что и в международной, и в отечественной практике осуществляются два варианта дивидендной политики компаний:

1) формализованная дивидендная политика, юридически закреплённая в утвержденных соответствующим образом корпоративных документах (де-факто подобная политика представляет собой обязательство компании перед акционерами);

2) неформализованная дивидендная политика, достаточно подробно описанная и представленная в виде отдельного документа, который не имеет юридической силы и не является нормативным документом компании (такая политика может квалифицироваться как обещание компании акционерам).

Мы думаем, что дивидендная политика должна рассматриваться компанией именно как обязательство перед акционерами. Только в этом случае можно говорить о ее предсказуемости [8. С. 41–42] (в противном случае у владельцев акций нет никаких гарантий, что компания будет выплачивать дивиденды, например, при ухудшении макроэкономических условий).

В-четвертых, многие исследователи полагают, что дивидендная политика в большей степени распространяется на обыкновенные акции, в то время как привилегированные акции (при условии их наличия у компании) считаются акциями с заранее определенными дивидендами, если не в абсолютном, то в относительном выражении (например, как некоторый процент от чистой прибыли или от номинальной стоимости акций).

Мы считаем, что подобная позиция ошибочна и не соответствует отечественной практике (за рубежом привилегированные акции действительно воспринимаются иначе, так как зачастую по ним предусмотрена фиксированная в абсолютном выражении величина дивиденда). В России наибольшее распространение получила выплата дивидендов определенной части (доли) чистой прибыли за период. Это означает, что до начала периода выплаты дивидендов владелец акций не может определить величину дивидендов ни по обыкновенным, ни по привилегированным акциям, т. е. дивидендная политика затрагивает все типы акций, эмитированных компаний.

Подводя итог, мы предлагаем понимать под дивидендной политикой компании самостоятельное направление ее финансовой политики, в рамках которого системно и формализованно определяются порядок и условия выплаты дивидендов по всем типам ее акций, находящихся в обращении.

### Источники

1. Алехина О. Е., Репетун Т. В., Якунина А. В. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. Саратов : Изд. центр СГСЭУ, 2004.
2. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : в 2 т. 4-е изд., стер. М. : Омега-Л, 2012.
3. Игра на бирже в России: Как умному стать богатым / А. Б. Гитник, М. А. Киселев, Ю. В. Семернина, Н. А. Новикова. М. : НЦ ЭНАС, 2005.
4. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент : учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Эксмо, 2010.
5. Николашина Н. Н. Эмпирический анализ зависимости дивидендной политики от стадии жизненного цикла компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 23. С. 51–61.
6. Пласкова Н. С. Анализ финансовой отчетности : учебник. М. : Эксмо, 2010.
7. Семернина Ю. В. Долевые ценные бумаги российского рынка. Саратов : Изд. центр СГСЭУ, 2010.
8. Семернина Ю. В. Рынок ценных бумаг зарубежных стран : учеб. пособие. Саратов : Изд. центр СГСЭУ, 2009.
9. Семернина Ю. В., Моисеев С. В. Дивидендная политика отечественных эмитентов // Финансы, налоги, кредит : сб. науч. тр. / под ред. В. В. Степаненко. Саратов : Изд. центр СГСЭУ, 2007. С. 70–78.
10. Синицкая Н. Я. Финансовые аспекты управления современным предприятием : учеб. пособие. М. : Директ-Медиа, 2014.
11. Шамин А. Е., Фролова О. А., Зубенкова О. А. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. Княгинино : НГИЭИ, 2011.