

DOI 10.22363/2313-2329-2020-28-2-385-401  
УДК 336:336.7:339.1

Научная статья

## Анализ практики выплаты дивидендов российскими компаниями с государственным участием

А.П. Чигринская

Финансовый университет при Правительстве РФ  
*Российская Федерация, 125993, Москва, Ленинградский пр., 49*

В статье анализируются различные показатели, которыми может руководствоваться частный инвестор при принятии решения об инвестировании в акции. Анализ проводится на примере ценных бумаг российских компаний с государственным участием. В работе подробно рассматривается практика дивидендных выплат семи компаний из указанной категории. Наглядно демонстрируется необходимость комплексного подхода с преимущественной ориентацией на относительные показатели. Делается вывод, что новости о рекордных суммах, направленных на выплату дивидендов, не всегда следует воспринимать как убедительный сигнал для принятия решений о покупке акций. Отдельное внимание уделяется разным нюансам покупки акций с целью извлечения максимальной прибыли от инвестиций.

**Ключевые слова:** ценные бумаги, рынок ценных бумаг, акции, дивиденды, дивидендная политика, дивидендная доходность, чистая прибыль, компании с государственным участием, инвестирование, индивидуальные инвесторы, инвестиционные решения

### Введение

При принятии решения об инвестировании в акции частные инвесторы руководствуются разными критериями, преследуют разные цели: одни покупают акции в надежде заработать на разнице в ценах купли-продажи, другие – с целью получить дивиденд, третьи стремятся получить и то и другое. В любом случае получение дивидендов будет нелишним дополнением к доходу от разницы в ценах, к тому же более прогнозируемым и несколько более гарантированным в средней перспективе.

Рассмотрим один из указанных выше критериев – размер дивидендных выплат. Актуальность данного исследования вызвана ростом дивидендных выплат как в мире, так и в России, наблюдающимся в последние годы. Так, по данным обзора Janus Henderson Global Dividend Index (JHGDI) рост дивидендных выплат в последние несколько лет колеблется в пределах 5–9 % год от года<sup>1</sup>. В 2019 г. впервые в истории дивидендные выплаты компаний, ак-

© Чигринская А.П., 2020



This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License  
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

<sup>1</sup> Janus Henderson Global Dividend Index (JHGDI). Edition 21. February 2019. URL: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/180202+JHGDI+report+FINAL+ed+21.pdf> (дата обращения: 25.12.2019).

ции которых входят в расчет фондового индекса Standard & Poor's 500, превысили 500 млрд долл.<sup>2</sup> Не отстают от иностранных компаний и российские эмитенты, в том числе компании с государственным участием. Например, в 2019 г. сразу несколько госкомпаний выплатили рекордные суммы в виде дивидендов за 2018 г.: *Газпром*, *Сбербанк*, *Роснефть*. Объем средств, потраченных на дивиденды первыми двумя компаниями, составил порядка 350 млрд руб. у каждой. По оценкам Национального рейтингового агентства (НРА), общий объем дивидендных выплат российских компаний по итогам 2018 г. составил рекордные 3,13 трлн руб.<sup>3</sup>, превысив в 1,5 раза показатель предыдущего года. Примечательно, что основной вклад в этот рост внесли именно компании с государственным участием<sup>4</sup>. Так, среди топ-10 компаний по объему дивидендных выплат за 2018 г. пять компаний с государственным участием.

Цифры, приведенные выше, выглядят оптимистично, однако возникает вопрос, приносит ли это выгоды конкретному инвестору? Что нужно учесть инвестору для получения максимальной выгоды от инвестирования в акции, приносящие дивиденды?

Прежде чем разобраться в поставленных вопросах, стоит определить рамки исследования: речь будет идти о компаниях, в структуре собственников которых есть доля государства, то есть пакет акций принадлежит государству напрямую или косвенно через зависимые предприятия (далее – компании с государственным участием, госкомпания). Для анализа будут использованы компании, акции которых котируются на Московской фондовой бирже.

## Обзор литературы

Осмысление практики дивидендных выплат российских компаний получило отражение в научной литературе. В ряде работ анализировались теоретические аспекты экономического (Федорова, Лукасевич, 2014; Тютюкина, Афашагов, 2008) и правового (Чиркова, 2019) характера данного явления.

Правовые аспекты роли государства как главного акционера крупнейших российских корпораций подробно анализировались в работах Е.П. Губина (Губин, 2018) и И.С. Шиткиной (Шиткина, 2017) – авторами поднимаются дискуссионные вопросы роли государства в выстраивании процессов корпоративного управления. Вопросы корпоративного национального и зарубежного управления также рассматриваются в научных исследованиях Н.М. Силовой (Силова, 2014), А.О. Иншаковой (Иншакова, 2012), среди зарубежных исследователей одним из фундаментальных трудов являются работы К.Р. Andrews (Andrews, 1971).

Безусловную практическую ценность имеют работы, посвященные эмпирическому анализу сложившейся практики, в частности исследования

---

<sup>2</sup> Дивиденды компаний из S & P 500 впервые превысили \$500 млрд // Интерфакс: новости. URL: <https://www.e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/4306> (дата обращения: 25.12.2019).

<sup>3</sup> Дивидендные выплаты российских компаний за 2013–2018 гг.: аналитический обзор. URL: <http://www.ra-national.ru/ru/node/63468> (дата обращения: 25.12.2019).

<sup>4</sup> Минфин разгоняет дивиденды: рекордные выплаты российских компаний обеспечат государственные игроки // Коммерсантъ. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3993002> (дата обращения: 25.12.2019).

А.А. Поплавского (Поплавский, 2017), И.Н. Рыковой и Р.С. Губанова (Рыкова, Губанов, 2015). Последние исследования, посвященные глобальному индексу дивидендов, вышли под редакцией Janus Henderson (2019).

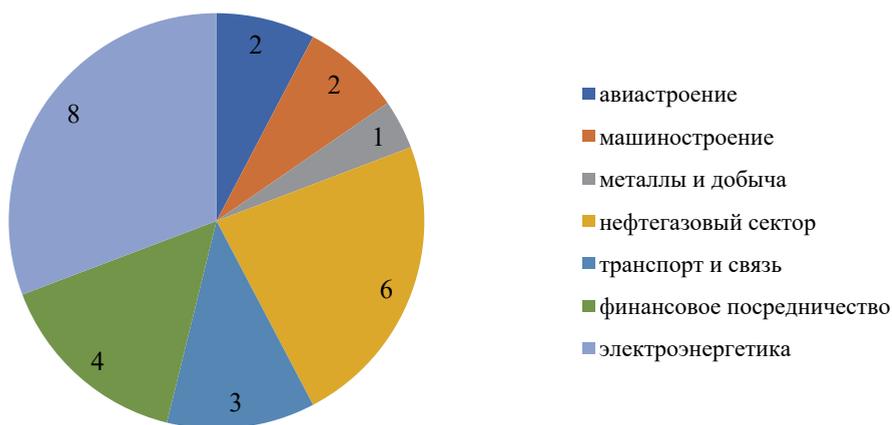
Обращаясь к результатам настоящего исследования, отметим, что на организованном рынке России торгуются акции около тридцати компаний с государственным участием, при этом они являются представителями разных отраслей экономики: банковской, нефтегазовой, энергетической, машиностроительной, транспортной и т. д. (см. таблицу). Большая часть компаний – представители энергетической и нефтегазовой отраслей (рис. 1).

Таблица

**Российские компании с государственным участием, акции которых торгуются на Московской бирже**  
 [Table. Russian state-owned companies listed on the Moscow Exchange]

№	Наименование	Отраслевая принадлежность	№	Наименование	Отраслевая принадлежность
1	АЛРОСА	металлы и добыча	14	НМТП	транспорт и связь
2	Аэрофлот	транспорт и связь	15	ОАК	авиастроение
3	Башнефть	нефтегазовый сектор	16	ОВК	машиностроение
4	ВТБ	финансовое посредничество	17	ОГК-2	электроэнергетика
5	Сбербанк	финансовое посредничество	18	Роснефть	нефтегазовый сектор
6	Газпром	нефтегазовый сектор	19	Россети	электроэнергетика
7	Газпром нефть	нефтегазовый сектор	20	Ростелеком	транспорт и связь
8	Интер РАО	электроэнергетика	21	Русгидро	электроэнергетика
9	Иркут	авиастроение	22	Сбербанк	финансовое посредничество
10	Камаз	машиностроение	23	Татнефть	нефтегазовый сектор
11	Московская биржа	финансовое посредничество	24	ТГК-1	электроэнергетика
12	Мосэнерго	электроэнергетика	25	Транснефть	нефтегазовый сектор
13	МРСК Центра и Приволжья и др.	электроэнергетика	26	ФСК ЕЭС	электроэнергетика

Источник: составлено автором.



**Рис. 1.** Отраслевая принадлежность компаний с государственным участием, акции которых торгуются на Московской бирже  
 [Figure 1. Industry affiliation of state-owned companies listed on the Moscow Exchange]

Источник: составлено автором по данным сайта Московской биржи.

Общий анализ финансовой ситуации указанных выше компаний показал, что 81 % из них регулярно на протяжении последних 5 лет выплачивали дивиденды<sup>5</sup>. Вместе с тем для дальнейшего анализа будут использованы лишь семь из указанных компаний, являющихся крупнейшими или с наиболее ликвидными и/или популярными среди частных инвесторов акциями.

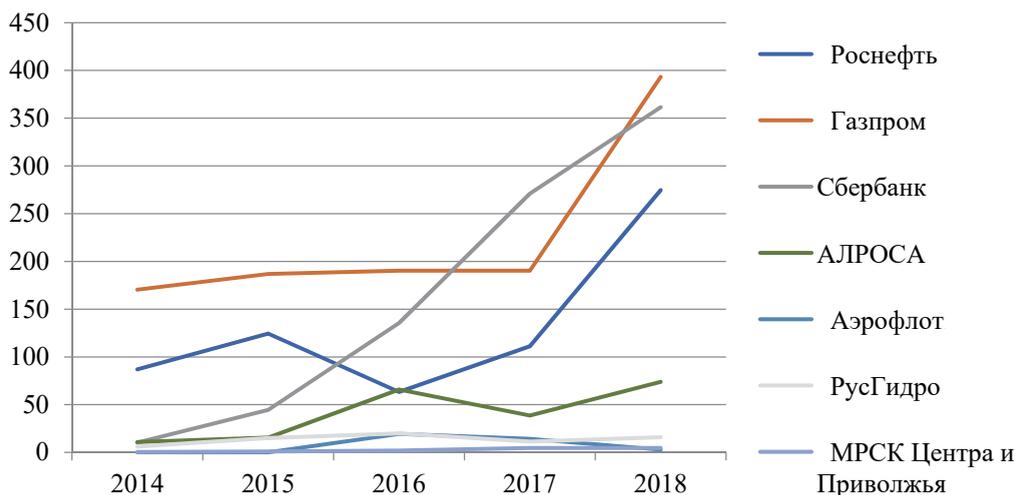
### **Финансовые показатели, связанные с дивидендными выплатами**

Для выявления госкомпаний, акции которых являются наиболее привлекательным объектом инвестирования с позиции дивидендных выплат, необходимо проанализировать динамику ряда финансовых показателей, связанных с такими выплатами, и понять, какие из них действительно показательны, а какими можно пренебречь при принятии инвестиционных решений. С этой целью рассмотрим:

- объем средств, направляемых на выплату дивидендов;
- размер дивиденда, выплаченного на 1 акцию;
- дивидендную доходность акции;
- размер чистой прибыли компании;
- долю чистой прибыли, направляемую на выплату дивидендов.

1. *Объем средств, направляемых на выплату дивидендов.* Из графика (рис. 2) видно, что разброс значений рассматриваемого показателя существенный, особенно это заметно по итогам выплат за 2018 г. Наименьшую сумму в абсолютном выражении среди исследуемых компаний направляют на выплату дивидендов *Аэрофлот*, *МРСК Центра и Приволжья*, а также *РусГидро*. В 2019 г. – это 2,9, 4,5 и 15,9 млрд руб. соответственно, против 393,2 млрд руб. у лидера 2019 г. – *Газпрома*, что в 136 раз больше минимальной из указанных выше сумм. Безусловно, все это обусловлено в первую очередь масштабами и прибыльностью бизнеса. Любопытным является тот факт, что по итогам 2014 г. выплаты у пяти из рассматриваемых семи компаний находились на относительно сопоставимом уровне, в то время как по итогам 2019 г. разрыв между лидерами и отстающими существенно увеличился. Стоит отметить, что относительно стабильный рост сумм, направляемых на выплату дивидендов, на протяжении всего рассматриваемого периода наблюдается у *Сбербанка* и *МРСК Центра и Приволжья*. Высокая волатильность указанных сумм у *АЛРОСА*, что выделяет его среди остальных. Кроме того, *АЛРОСА* стоит особняком и потому, что имеет среднее значение показателя сумм дивидендных выплат на протяжении всего рассматриваемого периода. Остальные компании находятся либо значительно выше по данному показателю, либо значительно ниже. Отметим также, что только одна из упомянутых компаний не выплачивала дивиденды 2 года подряд – *Аэрофлот*, остальные компании выплачивали дивиденды в течение всего исследуемого периода.

<sup>5</sup> На момент написания статьи (начало 2020 г.) последним завершённым отчетным периодом, по которому были выплачены годовые дивиденды, является 2018 г. По общей практике дивиденды за год выплачиваются после его завершения в следующем финансовом году (то есть дивиденды за 2018 г. выплачивались компаниями в 2019 г.).



**Рис. 2.** Динамика объемов дивидендных выплат компаний с государственным участием по итогам 2014–2018 гг., млрд руб.

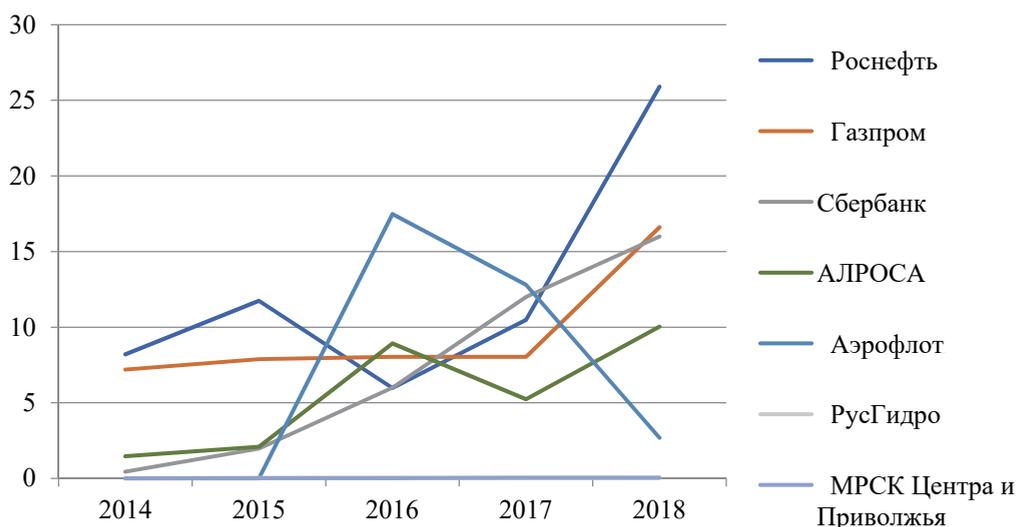
**[Figure 2.** State-owned companies' dynamic of dividend payments according to the results of the year in the period 2014–2018, bln rubles]

Источник: составлено автором по данным официальных публикаций компаний в ленте новостей Интерфакс.

На протяжении всего рассматриваемого периода отмечается относительно стабильная тройка лидеров: *Газпром*, *Сбербанк* и *Роснефть* (исключением стал 2016 г., по итогам которого в тройку лидеров вошла *АЛРОСА*, заменив *Роснефть*, при этом обогнав его совсем незначительно). Отметим, что две компании из указанных трех более чем в 2 раза нарастили этот показатель в 2019 г. по сравнению с 2018 г. (*Газпром* и *Роснефть*). Вместе с тем, несмотря на то что рост данного показателя у *Сбербанка* за последний год не такой существенный, сумма, направляемая им на выплату дивидендов в абсолютном выражении стабильно росла год от года довольно высокими темпами (в отличие от указанных ранее компаний).

Каждого инвестора интересует, как такой рост общей суммы, потраченной компаниями на выплату дивиденда, скажется на его личных доходах от акций этих компаний (как минимум в части дивидендов). Для этого проанализируем такой показатель, как дивиденд на одну акцию, часто называемый «масса дивиденда» (рис. 3).

2. *Размер дивиденда, выплаченного на 1 акцию.* Из графика (рис. 3) видно, что по итогам 2019 г. разброс значений показателя дивиденда на 1 акцию за 2018 г. между лидерами и аутсайдерами значительный. Тройка лидеров по составу та же, что и по предыдущему показателю, однако очередность компаний с позиции максимального значения полностью другая: *Роснефть*, *Газпром*, *Сбербанк*, при этом разрыв между размерами выплат на 1 акцию у *Газпрома* и *Сбербанка* минимальный – 16,61 руб. против 16 руб. соответственно. Размер дивиденда на 1 акцию за 2018 г. у лидера – *Роснефти* – 25,91 руб., что более чем в 1,5 раза выше, чем у ранее указанных компаний. Минимальный размер дивиденда на 1 акцию у *РусГидро* и *МРСК Центра и Приволжья*, он составляет меньше 10 копеек.



**Рис. 3.** Размер дивиденда, выплаченного на 1 акцию, компаний с государственным участием, руб.  
**[Figure 3.** Dividend per share of JSC with state participation, rubles]

Источник: составлено автором по данным официальных публикаций компаний в ленте новостей Интерфакс.

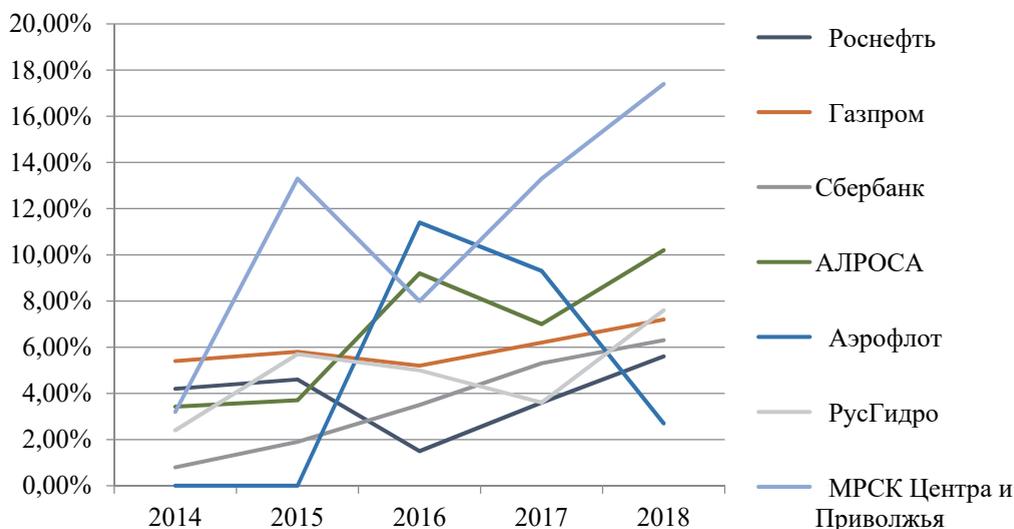
Если рассматривать динамику исследуемого показателя, то стоит отметить отсутствие устойчивой тройки лидеров, в отличие от ситуации с предыдущим показателем. Так, в тройку лидеров в разные годы входили различные компании: если по итогам 2018 г. в тройке лидеров были *Роснефть*, *Газпром* и *Сбербанк*, то в 2016 г. только один из них – *Газпром* (и то на третьем месте), в то время как первые два места у *Аэрофлота* и *АЛРОСА*. В другие годы лидирующие по итогам 2018 г. компании поочередно то входили, то выходили из тройки лидеров. При этом среди аутсайдеров ситуация на протяжении всех лет стабильна, в их числе *РусГидро* и *МРСК Центра и Приволжья*. Исключение составил *Сбербанк*. Он, как и по предыдущему показателю, год от года демонстрирует стабильно высокий рост дивиденда на 1 акцию, что позволило ему из аутсайдеров по итогам выплат за 2014 г. перейти в тройку лидеров по итогам 2018 г. Наибольшая волатильность выплат на 1 акцию у *Аэрофлота*, что вызвано в первую очередь отсутствием чистой прибыли и, как следствие, дивидендов по итогам 2014 и 2015 гг., наряду с высокой суммой выплат по итогам 2016 и 2017 гг. Последнее позволило ему в 2016 и 2017 гг. занять 1-е место, при этом в 2016 г. еще и с большим отрывом от остальных компаний. Примечательным является и тот факт, что по итогам 2016 г. большинством компаний (четырьмя из семи рассматриваемых фирм) был выплачен сопоставимый размер дивиденда на 1 акцию.

Таким образом, наблюдается отсутствие прямой зависимости между общей суммой, направляемой компанией на выплату дивидендов по всем акциям, и суммой дивиденда на 1 акцию. Следовательно, для оценки потенциальной прибыли частному инвестору следует в первую очередь ориентироваться на второй показатель.

Ранее речь шла об абсолютных показателях, связанных с дивидендными выплатами. Однако для частного инвестора более информативным явля-

ется относительный показатель – дивидендная доходность, позволяющий оценить эффективность и окупаемость вложений в акции. Кроме того, этот показатель представляет возможность достоверно сравнить разные акции между собой, поскольку он учитывает не только размер дивидендной выплаты, но и рыночную цену финансового инструмента. Приведем конкретные цифры в динамике (рис. 4).

3. *Дивидендная доходность акций компаний с госучастием.* Из графика (рис. 4) видно, что по итогам 2018 г. значения дивидендной доходности акций у шести из семи рассматриваемых компаний в целом не имеют такого большого разброса, какой был отмечен по первым трем показателям. При этом на общем фоне, как и по указанным выше показателям, выделяется *МРСК Центра и Приволжья*, которая в этот раз занимает диаметрально противоположную позицию, выступая лидером, опережая остальных с большим отрывом (в среднем примерно в 2,5 раза). Тройку лидеров по итогам 2018 г. выделить сложно, поскольку только две компании (*МРСК Центра и Приволжья* и *АЛРОСА*) ушли в отрыв, далее следуют четыре акционерных общества, имеющие очень близкие между собой значения (*РусГидро*, *Газпром*, *Сбербанк*, *Роснефть*). Минимальное значение дивидендной доходности в 2018 г. у *Аэрофлота* – 2,7 %, который при этом по итогам выплат в 2016 г. по рассматриваемому показателю занял первое место (с результатом 11,4 %).



**Рис. 4.** Дивидендная доходность акций компаний с государственным участием, %  
**[Figure 4.** State-owned companies' dividend yield, %]

Источник: составлено автором по данным официальных публикаций компаний в ленте новостей *Интерфакс* и данным Московской биржи.

Что касается динамики рассматриваемого показателя, то, как и по предыдущему индикатору, в составе лидеров отсутствовала стабильность. Основным лидером по совокупности лет являлась *МРСК Центра и Приволжья*. Компания занимала лидирующие позиции по итогам 4 из 5 исследованных лет, при этом по двум из них (2015 и 2018 гг.) опережала остальных с большим отрывом. Также в тройку лидеров в большинстве из рассматриваемых

лет входили *АЛРОСА* (4 года из 5 лет) и *Газпром* (3 года из 5 лет). Среди аутсайдеров ситуация также не отличалась стабильностью, их состав год от года менялся, большую часть исследованного периода худшие результаты показывал *Аэрофлот*, при этом демонстрировал самые волатильные результаты. Существенной волатильностью отличалась дивидендная доходность и у *АЛРОСЫ*, а также у *МРСК Центра и Приволжья*. Наиболее стабильные значения были у *Газпрома*. *Сбербанк* продемонстрировал устойчивый рост дивидендной доходности, равно как и по всем исследованным ранее показателям.

Примечательно, что лидеры 2018 г. по показателю «дивиденд на 1 акцию» со значениями в интервале 16–25 руб. находятся в центре рейтинга по показателю «дивидендная доходность» со значениями в пределах 5,6–7,2 % (*Роснефть*, *Газпром*, *Сбербанк*), а аутсайдер – *МРСК Центра и Приволжья* – занимает лидирующую позицию, демонстрируя доходность на уровне 17,4 % при дивидендной выплате на 1 акцию – 0,04 руб. Все это наглядно демонстрирует низкую информативность абсолютного показателя с позиции экономической эффективности инвестиций для частного инвестора, подтверждая указанный ранее вывод о приоритетности ориентации на относительный показатель при принятии инвестиционного решения.

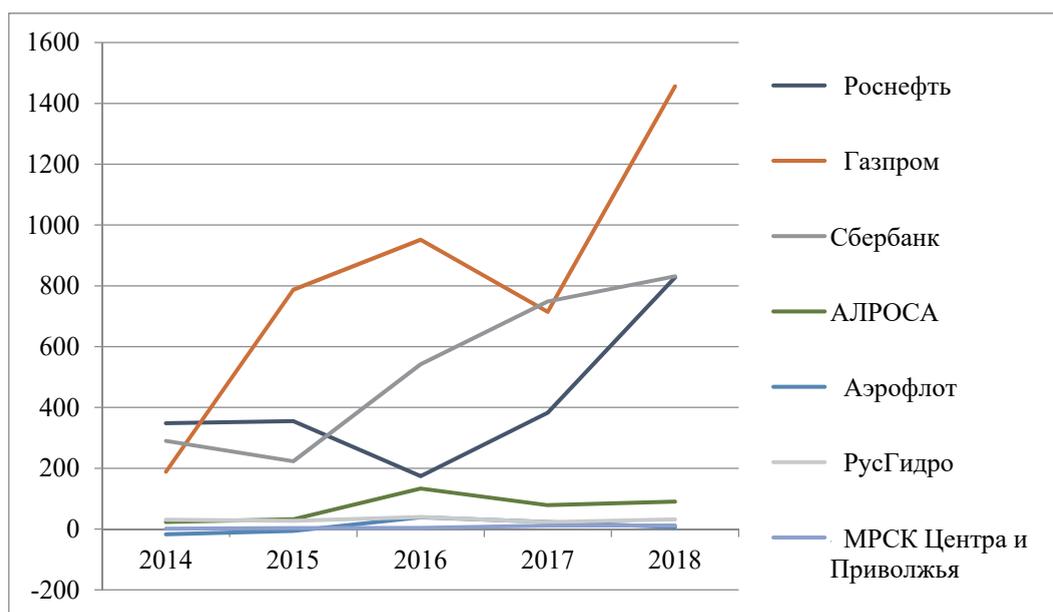
На первом графике (рис. 2) был отмечен существенный рост показателя дивидендных выплат в 2019 г. в абсолютном выражении, означающий рост дивидендов за 2018 г. Вызывает интерес причина такого существенного увеличения сумм, направляемых компаниями на выплату дивидендов: непосредственный рост чистой прибыли (из которой как раз и осуществляется выплата дивидендов) или рост доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, а возможно, и то и другое. Вместе с тем отметим, что сам по себе рост размера доли чистой прибыли, отчисляемый на выплату дивидендов, может быть обусловлен разными причинами. Например: а) изменением размера полученной ЧП (как вариант, отрицательной динамикой чистой прибыли и желанием компаний компенсировать ситуацию, сохранив определенный уровень дивиденда на 1 акцию); б) изменением регулятивных норм/рекомендаций относительно размера указанной доли (так, в 2012 г. регулятором был обозначен ориентир в 25 % чистой прибыли, а в 2016 г. – в 50 %).

Для того чтоб разобраться в ситуации, изучим в динамике два указанных выше показателя.

4. *Размер чистой прибыли компаний с государственным участием.* Рассмотрим размер чистой прибыли компаний с государственным участием, полученной по итогам последних 5 завершённых финансовых лет, по которым составлена отчетность на момент проведения настоящего исследования (рис. 5).

Сравнение текущего графика и графика дивидендных выплат (рис. 2 и 5) позволяет сделать вывод о том, сами графики относительно похожи, а тройка лидеров и тройка аутсайдеров по составу одинаковые. Тем не менее более детальное сравнение показывает, что в динамике не у всех компаний есть прямая корреляция между двумя показателями. В отдельные периоды ее не было у *Газпрома*: значительный рост чистой прибыли с 2014 по 2016 г. не

привел к ощутимому росту дивидендных выплат, которые весь период оставались примерно на одном уровне. При этом и снижение полученной в 2017 г. чистой прибыли не сказалось на снижении дивидендов за этот год. В некоторые годы корреляция между показателями отсутствовала у *Сбербанка*: снижение чистой прибыли в 2015 г. не повлияло на рост дивидендов по итогам этого года. Существенный рост дивидендных выплат по итогам 2018 г. не сопровождался таким же ростом чистой прибыли, полученной за указанный год (он был гораздо слабее). У *РусГидро* в 2014 г. на фоне падения чистой прибыли наблюдался рост дивидендных выплат, однако в остальные годы была заметна существенная корреляция между показателями. По оставшимся компаниям наблюдается очевидная корреляция сравниваемых показателей. Так, на протяжении всех лет она была существенной у *МРСК Центра и Приволжья*, *Аэрофлота*. У двух компаний корреляция была весь период, кроме одного года, когда чистая прибыль выросла меньше, чем сумма дивидендных выплат (*Роснефть* – 2015 г., *АЛРОСА* – 2018 г.).

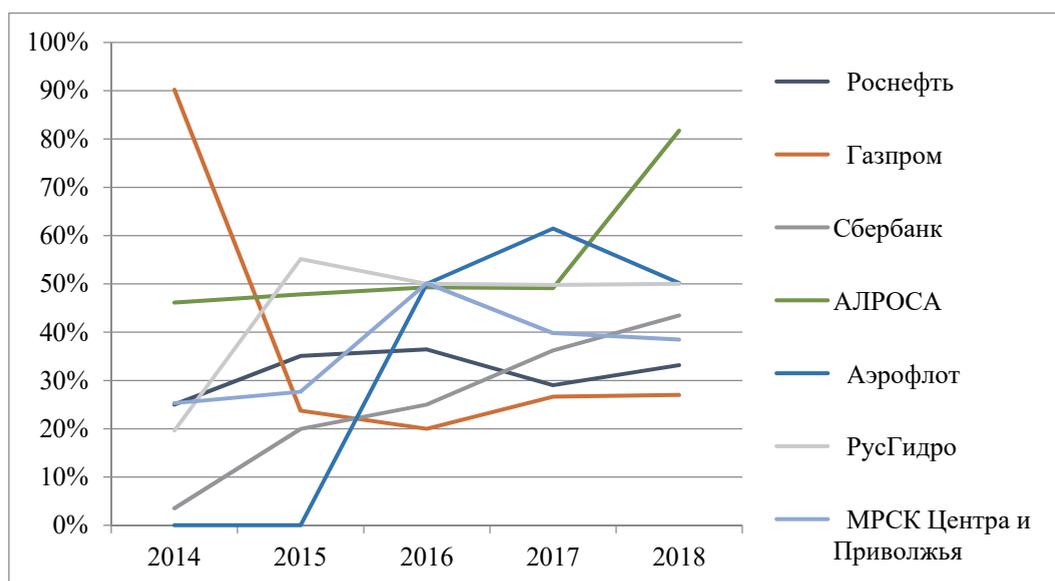


**Рис. 5.** Динамика размеров чистой прибыли компаний с государственным участием, полученной по итогам последних пяти завершённых финансовых лет, млрд руб.  
**[Figure 5.** Net profit dynamic of JSC with state participation resulting from the last five fiscal years]

*Источник:* составлено автором по данным финансовой отчетности компаний.

5. *Доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов крупнейшими компаниями с государственным участием.* Из графика (рис. 6.) видно, что экстремально высокие показатели за все рассматриваемые годы наблюдались несколько раз. Так, максимальная доля чистой прибыли (90 %) на выплату дивидендов была направлена *Газпром* в 2014 г., следующая по величине доля за все рассмотренные годы была выплачена *АЛРОСА* в 2018 г. (82 %). Три из семи рассматриваемых компаний демонстрировали стабильно высокие значения (варьирующиеся от предприятия к предприятию в районе 50 %) на протяжении большинства лет (*РусГидро*, *АЛРОСА*, *Аэрофлот*), пред-

ставляя собой неизменную тройку лидеров по исследуемому показателю. Исключением был лишь 2014 г., в котором лидерами стали *Газпром* и *АЛРОСА*, значительно оторвавшись от остальных. При этом *Газпром* занимал последние позиции во все остальные годы, направляя на дивиденды наименьшую долю чистой прибыли. Примечательной является ситуация с *Аэрофлотом*, который два года подряд (2014–2015 гг.) был аутсайдером, перед тем как стать лидером. Также среди аутсайдеров несколько лет подряд (2014–2015 гг.) был *Сбербанк*, который при этом все годы демонстрировал стабильный рост доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов (с 4 до 43 %). *Роснефть* и *МРСК Центра и Приволжья* большую часть лет занимали среднее положение по рассматриваемому показателю. Значения показателя этих компаний варьировались в пределах 25–40 %. Исключением стал 2016 г., когда *МРСК Центра и Приволжья* направила на выплату дивидендов 50 % чистой прибыли. При этом обе компании по итогам 2018 г. являются аутсайдерами наряду с *Газпром*ом.



**Рис. 6.** Доля чистой прибыли, направляемая на выплату дивидендов компаниями с государственным участием, %

[Figure 6. The amount of net profit for dividend payments of state-owned companies, %]

Источник: составлено по данным финансовой отчетности компаний и публичной информации, раскрываемой эмитентами акций в соответствии с требованиями законодательства РФ в *Интерфакс*.

Из графика видно, что на протяжении всего рассматриваемого периода показатель был довольно волатильным по всем компаниям, за исключением *Роснефти* (колебания индикатора в разные стороны были незначительными) и *Сбербанка* (показатель демонстрировал стабильный рост год от года).

Если сравнивать текущий показатель с другими, такими как сумма денежных средств, направленных на выплату дивидендов, и размер полученной чистой прибыли, то видно, что тройка лидеров и аутсайдеров по ним различается по составу. Кроме того, примечательным является тот факт, что все компании, несмотря на значительное снижение чистой прибыли в разные годы, увеличивали/сохраняли на прежнем уровне размер ее доли, направляемой на

выплату дивидендов, в том числе в кризисный 2017 г. (*Роснефть* – 2016 г., *Газпром* – 2017 г., *Сбербанк* – 2015 г., *АЛРОСА* – 2017 г., *Аэрофлот* – 2017 и 2018 гг., *РусГидро* – 2017 г.).

Анализ последних двух показателей в динамике (рис. 5 и 6) позволяет судить о том, что в среднем они оба выросли в рассматриваемом периоде, при этом основным фактором роста дивидендных выплат у большинства компаний стал рост полученной ими чистой прибыли. Рост доли чистой прибыли в большей степени повлиял на рост дивидендных выплат лишь у двух компаний – *Сбербанка* и *РусГидро*.

Сравнение данного показателя с показателем дивидендной доходности акций (рис. 4 и 6) позволяет сделать вывод об отсутствии какой-либо взаимосвязи между их динамикой. Это говорит о том, что рост доли чистой прибыли, направляемой компаниями на выплату дивидендов, не может быть исключительным сигналом для индивидуального инвестора о покупке акций данной компании. При этом сохранение доли прибыли, направляемой на дивиденды, при общем ее снижении говорит об инвестороориентированности рассмотренных компаний, что является немаловажным фактом для частного инвестора.

Изучив приведенные финансовые показатели, отметим, что для конкретного инвестора принципиальным и показательным является не столько факт роста чистой прибыли компании и объема дивидендных выплат, сколько рост таких показателей, как дивидендная доходность и доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды. Это связано с тем, что именно данные индикаторы позволяют судить о тех реальных и потенциальных доходах, которые получит инвестор относительно понесенных затрат, а также об эффективности и окупаемости финансовых вложений. Подытоживая проведенный анализ семи компаний с государственным участием, заключим, что на момент написания статьи, исходя из отмеченных выше критериев, привлекательными для покупки являются акции таких компаний, как *АЛРОСА* и *МРСК Центра и Приволжья*.

### **Нюансы приобретения акций, по которым предусмотрены дивидендные выплаты**

Анализ показателей, связанных с дивидендными выплатами госкомпаний, законодательные нормы, действующие в РФ, а также сложившаяся практика рынка позволяют сделать рекомендации относительно необходимости учета инвесторами ряда важных моментов на пути принятия инвестиционных решений.

*Для выбора объекта инвестирования необходимо:*

1. *Использовать показатель дивидендной доходности, а не массу дивиденда.* Цифры, приведенные выше, показывают, что абсолютный показатель не является информативным. Часто бывает так, что несмотря на его высокие значения акции окупаются дольше, чем акции компаний с более низкими значениями массы дивиденда. Для большей наглядности приведем пример ситуации с такими компаниями, как *Транснефть* (дивиденды по акциям которой составили за 2018 г. 10 705,95 руб. при дивидендной доходности в 6,6 %) и *АЛРОСА* (дивиденды за 2018 г. – 10,04 руб. при дивидендной доходности в

10,2 %). Вместе с тем стоит отметить, что акции российских компании с позиции данного показателя более привлекательны, чем акции иностранных эмитентов как развитых, так и развивающихся стран. Так, согласно прогнозам аналитиков агентства Bloomberg, дивидендная доходность акций российских компаний, входящих в расчет индекса MSCI Russia, составляла 5,7 %, в то время как показатель дивидендной доходности индекса MSCI Emerging Markets составляла 3 %, по ведущим европейским индексам – 2,5–4 %, американским – 1–2,2 %, азиатским – 2–3,5 %<sup>6</sup>. Поэтому для выбора акций целесообразней использовать относительный показатель – дивидендную доходность.

2. *Исследовать дивидендную политику компаний, историю выплат дивидендов, законодательство для оценки возможных перспектив изменения динамики дивидендных выплат (в том числе в части понимания формирования доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов)*. Дело в том, что высокое текущее значение дивидендной доходности является не достаточным признаком привлекательности бумаг в будущем. Поэтому при инвестировании необходимо исследовать дивидендную политику компании, стратегию ее развития, историю выплат дивидендов (главным образом в части такого показателя, как доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды), чтобы в том числе с их помощью оценить планы компании. Это также позволит сделать вывод о стабильности высоких дивидендных выплат в средне- и долгосрочной перспективе. Вместе с тем, как было показано выше, этот анализ необходимо проводить с оглядкой на дивидендную доходность.

Помимо дивидендной политики самих компаний, не лишним будет изучение текущих требований и планов регулятора в части регламентирования дивидендных выплат компаниями с госучастием, поскольку они меняются с течением времени.

В последние годы не раз озвучивались рекомендации о доведении дивидендных выплат до 50 % от чистой прибыли<sup>7</sup>. На рис. 6 видно, что рекомендованный уровень в 50 % соблюдается далеко не всеми компаниями, однако стоит отметить несколько немаловажных аспектов, которые делают компании с госучастием все же привлекательным для потенциальных инвесторов:

- во-первых, есть компании, которые уже несколько лет следуют этой рекомендации (например, *РусГидро* с 2015 г., *Аэрофлот* с 2016 г.);
- во-вторых, наличие соответствующего ориентира обеспечивает явный тренд на увеличение доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды (например, *Сбербанк* увеличил долю с 4 до 43 %);
- в-третьих, скорее всего, даже в достаточно непростой экономической ситуации госкомпании все равно будут выплачивать дивиденды и направлять на их выплату довольно стабильную долю чистой прибыли (что подтверждает приведенный выше анализ (рис. 5 и 6)).

<sup>6</sup> *Евишкин И.* Компании определились с дивидендами: их размер достиг абсолютного рекорда // Коммерсантъ. Деньги. Приложение № 28. 25.06.2019. С. 28. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4004619> (дата обращения: 25.02.2020).

<sup>7</sup> Например, Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2017 г. № 1094-р (ред. от 07.03.2018 г.) «О формировании позиции акционера – Российской Федерации в публичном акционерном обществе, акции которого находятся в федеральной собственности». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_217510/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_217510/) (дата обращения: 25.02.2020).

Дополнительно стоит отметить, что на данный момент сравнение дивидендных политик госкомпаний является довольно проблематичным ввиду их большого разнообразия. Последнее проявляется как в части определения базы расчета дивидендов (в том числе стандартов составления отчетности, по которым считается база), так и в части размера доли распределения прибыли (например, самой неординарной является политика *Ростелекома*, у которого расчет выплат, зафиксированный в документе, отличается год от года). Кроме того, у ряда компаний отсутствует твердо закрепленные правила расчета дивидендов (*Газпром*, *Сбербанк* и др.). Также различия существуют и в периодичности дивидендных выплат: большинство исследованных компаний выплачивают дивиденды один раз в год, лишь немногие два раза в год (*Роснефть*, *АЛРОСА*). Учет данных обстоятельств требует от индивидуального инвестора немало усилий, что также надо учитывать при принятии решения об инвестировании в акции госкомпаний.

*Для выбора времени инвестирования необходимо:*

1. *Выяснить дату фиксации списка лиц, имеющих право на получение дивидендов.* Такая информация необходима в связи с тем, что, в соответствии с действующим в РФ законодательством, правом на получение очередного дивиденда обладают лица, находящиеся в реестре акционеров на конкретную дату, на которую и составляется список лиц для выплаты дивидендов. Таким образом, лица, купившие акции после даты составления такого списка, не смогут получить очередной дивиденд.

2. *Учесть кратковременное изменение стоимости акций на рынке при принятии руководством компании решения о выплате дивидендов, приближении даты фиксации списка и по факту выплаты дивидендов.* Как правило, происходит рост стоимости акций, когда компании принимают решение или просто анонсируют возможный размер дивидендных выплат. Например, цена на акции *Газпром* с 1 мая по 10 июня 2019 г. выросла на 42,52 % – с 165,71 до 232,10 руб. Сразу после закрытия реестра цена акций довольно часто падает.

### **Аргументы в пользу сохранения общей тенденции роста дивидендных выплат**

Анализ принятия инвестиционного решения по акциям из расчета на получения по ним дивидендов будет неполным без исследования потенциала сохранения тенденций их роста, указанных в начале статьи.

Так, о возможности продолжения роста дивидендных выплат (и отчасти, как следствие, дивидендной доходности акций) можно судить исходя из следующих фактов:

1. Неформальные требования руководства страны к компаниям с государственным участием о доведении дивидендных выплат до 50 % от чистой прибыли. Анализ, проведенный выше, позволяет судить, что далеко не все удовлетворяет этим требованиям. Однако количество компаний, декларирующих стремление к доведению выплат до указанных размеров, постепенно растет, что подтверждается на практике (рис. 6).

2. Невысокий темп экономического роста в стране в отсутствии очевидных перспектив его значительного ускорения на фоне продолжающегося

санкционного давления. Данная ситуация способствует тому, что компании, сталкиваясь с необходимостью компромисса – какую часть прибыли направить на выплату дивидендов, а какую вложить в дальнейшее развитие, делают выбор в пользу дивидендов, наращивая их.

3. Благоприятная в последнее время конъюнктура на рынке компаний нефтегазового сектора. При этом среди обращающихся на бирже акций компаний с государственным участием довольно много компаний этого сектора, а они, в свою очередь, даже без учета указанной конъюнктуры традиционно направляют значительные суммы на выплату дивидендов.

### Заключение

Указанные факты, делают инвестиции в компании с государственным участием в расчете на дивиденды обоснованно привлекательными. Вместе с тем анализ, приведенный в статье, свидетельствует о необходимости при принятии решения об инвестировании в госкомпании предварительно исследовать ряд показателей, а также принять во внимание различные обстоятельства, вместо безоговорочной ориентации на громкие новости относительно роста отдельных финансовых индикаторов.

### Список литературы

- Губин Е.П.* Правовые аспекты повышения качества корпоративного управления в компаниях с государственным участием // Предпринимательское право. Приложение «Право и Бизнес». 2018. № 2.
- Дивидендные выплаты российских компаний за 2013–2018 гг.: аналитический обзор / Национальное рейтинговое агентство. URL: <http://www.ra-national.ru/ru/node/63468> (дата обращения: 25.12.2019).
- Дивиденды компаний из S & P 500 впервые превысили \$500 млрд // Интерфакс: новости. URL: <https://www.e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/4306> (дата обращения: 25.12.2019).
- Евишкин И.* Компании определились с дивидендами: их размер достиг абсолютного рекорда // Коммерсантъ. Деньги. Приложение № 28. 25.06.2019. С. 28. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4004619> (дата обращения: 25.02.2020).
- Инишкова А.О.* Разумно понимаемые интересы акционера в дивидендной политике законодателя России и ЕС // Законы России: опыт, анализ, практика. 2012. № 7. С. 10–15.
- Минфин продолжает борьбу за дивиденды госкомпаний // Ведомости. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/07/10/717277-minfin-dividend> (дата обращения: 25.02.2020).
- Минфин разгоняет дивиденды: рекордные выплаты российских компаний обеспечат государственные игроки // Коммерсантъ. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3993002> (дата обращения: 25.12.2019).
- О поручении Дмитрия Медведева по вопросам выплаты дивидендов в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности // Официальный сайт Правительства Российской Федерации. URL: <http://m.government.ru/news/27460/> (дата обращения: 25.02.2020).
- Поплавский А.А.* Анализ дивидендных выплат акционерных обществ с государственным участием по результатам 2016 года // Российский экономический интернет журнал. 2017. № 4 (01.10.2017 – 31.12.2017). URL: <http://www.e-rej.ru/Articles/2017/Poplavsky.pdf> (дата обращения: 25.02.2020).
- Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2017 г. № 1094-р (ред. от 07.03.2018 г.) «О формировании позиции акционера – Российской Федерации в публичном акцио-

нерном обществе, акции которого находятся в федеральной собственности». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_217510/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_217510/) (дата обращения: 25.02.2020).

Рыкова И.Н., Губанов Р.С. Анализ динамики и структуры дивидендных выплат в компаниях с государственным участием // Этап: экономическая теория, анализ, практика. 2015. № 6. С. 119–130.

Сибова Н.М. Корпоративное управление как детерминанта дивидендной политики российских компаний // Финансы и кредит. 2012. № 14 (494). С. 61.

Тютюкина Е.Б., Афашигов К.М. Финансовые ресурсы как объект финансовых отношений организации (предприятия) // Вестник РУДН. Серия: Экономика. 2008. № 3. С. 60–66.

Федорова Е.А., Лукасевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // Финансы и кредит. 2014. № 19 (595). С. 2.

Чиркова Е.А. Корпоративный договор сквозь призму теорий корпоративных правоотношений sui generis и корпоративной правоспособности // Вестник гражданского права. 2019. № 4. С. 171–205.

Шиткина И.С. Имущественная ответственность государства в корпоративных правоотношениях // Закон. 2017. № 5. С. 171–182.

Andrews K.R. The Concept of Corporate Strategy. Dow Jones-Irwin: Homewood, IL, 1971. P. 245.

Janus Henderson Global Dividend Index (JHGDI). Edition 21. February 2019. URL: <https://cdn.janus Henderson.com/webdocs/180202+JHGDI+report+FINAL+ed+21.pdf> (дата обращения: 25.12.2019).

#### **История статьи:**

Дата поступления в редакцию: 1 марта 2020

Дата проверки: 5 марта 2020

Дата принятия к печати: 10 марта 2020

#### **Для цитирования:**

Чигринская А.П. Анализ практики выплаты дивидендов российскими компаниями с государственным участием // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. 2020. Т. 28. № 2. С. 385–401. <http://dx.doi.org/10.22363/2313-2329-2020-28-2-385-401>

#### **Сведения об авторе:**

Чигринская Александра Павловна, кандидат экономических наук, доцент департамента «Финансовые рынки и банки» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. E-mail: [ACHigrinskaya@fa.ru](mailto:ACHigrinskaya@fa.ru)

Research article

## **Analysis of dividend payments practice of Russian joint stock companies with state participation**

**Alexandra P. Chigrinskaya**

Financial University under the Government of Russia Federation  
49 Leningradsky Ave, Moscow, 125993, Russian Federation

**Abstract.** The different indicators that can be used by individual investors considering stocks are analyzed in the article. The joint stock companies with state participation are studied. The dividend payments practice of seven companies are reviewed. The need for an integrated

approach with a primary focus on relative indicators is clearly demonstrated. It is concluded that news of record amounts of dividend payments should not always be taken as a convincing signal for stock investments. Special attention is paid to nuances that should be taken into account to maximize profit.

**Keywords:** securities, stock market, shares, dividends, dividend policy, dividend yield, net profit, state-owned enterprise, investment, individual investors, investment decisions

## References

- Andrews, K.R. (1971). *The Concept of Corporate Strategy* (p. 245). Dow Jones-Irwin: Homewood, IL.
- Chirkova, E.A. (2019). Korporativnyi dogovor skvoz' prizmu teorii korporativnykh pravootnoshenii sui generis i korporativnoi pravosposobnosti [Corporate contracts in the light of sui generis corporate legal relationship theory and corporate legal capacity theory]. *Civil Law Review*, 19(4), 171–205. (In Russ.)
- Evishkin, I. (2019). Kompanii opredelilis' s dividendami: Ikh razmer dostig absolyutnogo rekorda [The companies decided on dividends: Their size reached an absolute record] *Kommersant. Annex 28* (p. 28). (In Russ.)
- Fedorova, E.A., & Lukasevich, I.Ya. (2014). Teorii dividendnoi politiki i ikh razvitie na primere rossiiskogo rynka [Theories of dividend policy and their development on the example of the Russian market]. *Finance and Credit*, 19(595), 2–8. (In Russ.)
- Gubin, E.P. (2018). Pravovye aspekty povysheniya kachestva korporativnogo upravleniya v kompaniyakh s gosudarstvennym uchastiem [Legal aspects of improving the quality of corporate governance in companies with state participation]. *Entrepreneurial Law* (pp. 35–40). (In Russ.)
- Inshakova, A.O. (2012). Razumno ponimaemye interesy aktsionera v dividendnoi politike zakonodatelya Rossii i ES [Reasonably understood interests of shareholder in the dividend policy of the legislator in Russia and the EU]. *Laws of Russia: Experience, analysis, practice*, (7), 10–15. (In Russ.)
- Interfaks: Novosti. (2019). *Dividendy kompanii iz S & P 500 v pervye prevysili \$500 mld* [Dividends of S & P 500 companies for the first time exceeded \$ 500 billion]. Retrieved December 25 2019 from <https://www.e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/4306> (In Russ.)
- Janus Henderson Group. (2019). *Janus Henderson Global Dividend Index (JHGDJ). Edition 21* (p. 24).
- Kommersant. (2019). *Minfin razgonyaet dividendy: Rekordnye vyplaty rossiiskikh kompanii obespechat gosudarstvennye igroki* [Ministry of Finance accelerates dividends: State-owned players will provide record payments for Russian companies]. Retrieved December 25 2019 from <https://www.kommersant.ru/doc/3993002>
- National Rating Agency. (2019). *Dividendnye vyplaty rossiiskikh kompanii za 2013–2018 gg.* [Dividend payments of Russian companies for 2013–2018]: Analytical Review. Retrieved December 25 2019 from <http://www.ra-national.ru/ru/node/63468> (In Russ.)
- Ofitsial'nyi sait Pravitel'stva Rossiiskoi Federatsii. (2017). *O poruchenii Dmitriya Medvedeva po voprosam vyplaty dividendov v aktsionernykh obshchestvakh, aktsii kotorykh nakhodyatsya v federal'noi sobstvennosti* [On Dmitry Medvedev's order on dividend payment in joint-stock companies whose shares are in federal ownership]. Retrieved February 25 2020 from <http://m.government.ru/news/27460/>
- Poplavskii, A.A. (2017). Analiz dividendnykh vyplat aktsionernykh obshchestv s gosudarstvennym uchastiem po rezul'tatam 2016 goda [Analysis of dividend payments of joint-stock companies with state participation according to the results of 2016]. *Russian economic online journal*, (4), 51. (In Russ.)
- Rasporyazhenie Pravitel'stva RF ot 29.05.2017 No. 1094-r (red. ot 07.03.2018) “O formirovaniy pozitsii aktsionera – Rossiiskoi Federatsii v publichnom aktsionernom obshchestve, aktsii kotorogo nakhodyatsya v federal'noi sobstvennosti”.

- Rykova, I.N., & Gubanov, R.S. (2015). Analiz dinamiki i struktury dividendnykh vyplat v kompaniyakh s gosudarstvennym uchastiem [Analysis of the dynamics and structure of dividend payments in companies with state participation]. *ETAP: Economic Theory, Analysis, and Practice*, (6), 119–130. (In Russ.)
- Shitkina, I.S. (2017). Imushchestvennaya otvetstvennost' gosudarstva v korporativnykh parvotnosheniyakh [State property liability in corporate legal relations]. *Law Journal*, (5), 171–182. (In Russ.)
- Sibova, N.M. (2012). Korporativnoe upravlenie kak determinanta dividendnoi politiki rossijskikh kompanii [Corporate governance as a determinant of the dividend policy of Russian companies]. *Finance and Credit*, 14(494), 60–65. (In Russ.)
- Tyutyukina, E.B., & Afashagov, K.M. (2008). Finansovye resursy kak ob#ekt finansovykh ot-noshenij organizacii (predpriyatija) [Financial resources as an object of financial relations of enterprises]. *Bulletin of Peoples' Friendship University of Russia. Series: Economics*, (3), 60–66. (In Russ.)
- Vedomosti. (2017). *Minfin prodolzhaet bor'bu za dividendy goskompanii* [Ministry of Finance continues to fight for dividends of state-owned companies]. Retrieved February 25 2020 from <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/07/10/717277-minfin-dividend>

**Article history:**

Received: 1 March 2020

Revised: 5 March 2020

Accepted: 10 March 2020

**For citation:**

Chigrinskaya, A.P. (2020). Analysis of dividend payments practice of Russian joint stock companies with state participation. *RUDN Journal of Economics*, 28(2), 385–401. <http://dx.doi.org/10.22363/2313-2329-2020-28-2-385-401>

**Bio note:**

*Alexandra P. Chigrinskaya*, PhD (in Economics), Associate Professor of the Financial Markets & Banks Department of the Financial University under the Government of Russia Federation. E-mail: [AChigrinskaya@fa.ru](mailto:AChigrinskaya@fa.ru)