

О.В. Лебедев

Казанский федеральный университет

Казань

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Концепция максимизации благосостояния собственников, на основе которой в финансовой теории обосновываются решения в области управления корпоративными финансами, предполагает задействование всех имеющихся рычагов создания стоимости для инвесторов в собственный капитал компании. В условиях же замедления экономического роста в стране, нестабильности на финансовых рынках, внешних шоков от падения цен на основные экспортные товары необходима активизация рыночных инструментов мобилизации финансовых ресурсов резидентов-сберегателей. Формирование последовательной и прозрачной политики в области распределения прибыли может выступить одним из таких инструментов.

Полученные в рамках проведенного нами анализа дивидендных выплат крупнейших отечественных нефинансовых компаний результаты позволяют сделать ряд выводов и сформировать набор рекомендаций, направленных на повышение эффективности финансовой политики российских компаний в условиях экономической стагнации и санкционного давления.

Сформировавшиеся к настоящему времени подходы к распределению прибыли российских компаний таковы, что многие из них не выплачивают дивиденды вовсе. Так, из 2830 наблюдений относительно долей распределенной на дивиденды прибыли, 1873 наблюдения (т.е. около 66%) представляют нулевые значения. В среднем доля прибыли, направляемая на дивиденды, составляла 8.5% и характеризовалась высоким разбросом в пространственном и временном измерении (четко идентифицируется снижение дивидендов выплат в кризисные годы). Однако, если опустить компании, которые не выплачивают дивиденды, средняя величина дивидендного выхода

составит 25%. Сравнение подобной статистики с данными предыдущих эмпирических работ позволяет заключить, что дивидендные выплаты российских компаний ниже дивидендного выхода компаний как с развитых, так и с многих развивающихся рынков.

Характеристики структуры собственности оказывают значительное влияние на проводимую компаниями дивидендную политику. Для всего периода (2003-2011 гг.) разница средних и медианных значений для частных компаний и государственных компаний, публичных и непубличных, с представительством иностранных акционеров и без их представительства в структуре собственности положительна и статистически значима. Полученные оценки также показывают, что частные компании (по сравнению с государственными) не только более вероятно платят хоть какие-либо дивиденды, но если и распределяют прибыль, то направляют на дивиденды большую её долю. Аналогичные выводы могут быть сделаны для публичных компаний и (в значительно меньшей степени) для компаний с иностранными собственниками. Компании-плательщики дивидендов в среднем более прибыльны, крупнее и менее леввереджированы.

В то же время следует отметить, что в предкризисный период государственные и частные компании характеризовались примерно равной величиной дивидендного выхода, однако в посткризисный период частные компании распределяли на дивиденды большую часть прибыли. Практика выплаты щедрых дивидендов, характерная для публичных компаний в финансово благополучные годы, резко сменяется на более скупую дивидендную политику в условиях финансовых ограничений кризисных лет. Иными словами, разница в величине выплаченных дивидендов публичных и непубличных компаний в условиях финансового кризиса снижается; немалую роль в этом играет то, что некоторые даже публичные компании прекращают выплачивать какие-либо дивиденды вовсе.

Результаты объективного эмпирического анализа позволяют сформулировать рекомендации по некоторым экономическим проблемам,

находящимся в центре общественного внимания. В частности, речь идет о возможной приватизации в ближайшем будущем ряда отечественных компаний, находящихся в государственной собственности. Позиция противников подобного шага сводится к двум основным положениям: во-первых, на сегодняшний день эти компании зачастую недооценены рынком и, во-вторых, приватизация не всегда обуславливает повышение инновационной активности. Если проблема исследования взаимосвязи структуры собственности с инновационной активностью на несовершенных рынках капитала еще требует должного эмпирического анализа, то фискальный аргумент может быть рассмотрен в контексте результатов данного исследования. Рискнем утверждать, что в условиях текущей экономической ситуации подлежащие приватизации финансовые активы оценены адекватно. Более того, сколько-нибудь значительного увеличения их стоимости в условиях экономической стагнации и санкционного давления можно ждать лишь в результате существенного притока инвестиций. Зарубежные рынки капиталов в настоящее время закрыты санкциями, само по себе снятие которых также не должно снова подталкивать отечественных эмитентов к открытию существенных валютных позиций. Таким образом, основной потенциальный источник притока инвестиций – неспекулятивные сберегатели-резиденты. Специфика отечественной системы налогообложения дивидендов может сделать компании, выплачивающие регулярные дивиденды, наиболее привлекательными объектами массового инвестирования, попутно снизив спекулятивное давление на рынок жилой недвижимости. Как показал проведенный анализ, именно частные компании даже в условиях кризиса выплачивают дивиденды (пусть в меньшем объеме). Таким образом, анализ дивидендной политики предлагает дополнительный аргумент в пользу приватизации находящихся в государственной собственности активов в контексте повышения инвестиционного потенциала последних.