

Рейтинговый подход к оценке эффективности дивидендной политики публичных компаний России**The rating approach to assessing the dividend policy effectiveness of Russian public companies**

УДК 336.647.2

Е. А. Бадюкина, Сыктывкарский государственный университет имени Питирима Сорокина (Сыктывкар, Россия)

О. И. Максименко, Сыктывкарский государственный университет имени Питирима Сорокина (Сыктывкар, Россия)

E. A. Badokina, Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education «Pitirim Sorokin Syktyvkar State University» (Syktyvkar, Russia)

O. I. Maksimenko, Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education «Pitirim Sorokin Syktyvkar State University» (Syktyvkar, Russia)

Статья посвящена актуальной теме финансового менеджмента — оценке эффективности дивидендной политики отечественных публичных компаний. В статье изложены ключевые аспекты оценки эффективности дивидендной политики, обосновывается целесообразность применения к оценке рейтингового подхода с учетом отраслевого фактора. Произведен расчет и анализ совокупности показателей эффективности дивидендной политики голубых фишек. Рассчитаны значения коэффициентов, учитывающих тесноту связи между ценой акции и размером выплачиваемого дивиденда в зависимости от отраслевой принадлежности компании. На основе полученных значений коэффициентов дивидендного выхода, дивидендной доходности, P/E, размера дивидендов, начисленных на одну акцию, и коэффициентов отраслевой силы связи цены акции и размера выплачиваемого дивиденда авторами была сформирована матричная рейтинговая модель индивидуальных показателей эффективности голубых фишек; дана оценка влияния на рейтинг значений отраслевого коэффициента. В результате применения рейтингового подхода при оценке эффективности дивидендной политики сформирована объективная картина инвестиционной привлекательности компаний для инвесторов и потенциал роста рыночной капитализации компании.

Ключевые слова: российский фондовый рынок, инвестиционные решения, дивидендные решения, инвестиционная привлекательность, потенциал роста рыночной стоимости.

The article is devoted to the actual topic of financial management — assessment of the effectiveness of dividend policy of domestic public companies. The article outlines the key aspects of assessing the effectiveness of dividend policy, justifies the feasibility of applying a rating approach to the assessment, taking into account the industry factor. The calculation and analysis of the aggregate performance indicators of the blue chip dividend policy was made. Calculated values of the coefficients, taking into account the closeness of the relationship between the share price and the size of the dividend, depending on the industry sector of the company. Based on the obtained values of dividend yield ratios, dividend yield, P/E, dividend size per share, and sectoral bond ratios of stock price and dividend payout, the authors formed a matrix rating model of individual blue chip performance indicators; the impact on the rating of the sectoral coefficient values was given. Because of the application of the rating approach in evaluating the effectiveness of dividend policy, an objective picture of the investment attractiveness of companies for investors and the growth potential of the company's market capitalization has been formed.

Keywords: Russian stock market, investment decisions, dividend decisions, investment attractiveness, growth potential of market capitalization.

Введение

Дивидендная политика позволяет максимизировать рыночную стоимость компании за счет оптимального соотношения реинвести-

рованной и потребляемой прибыли. Вопросы оптимального построения дивидендной политики не теряют своей актуальности и играют большую роль в работе современного топ-менеджмента компаний. Несмотря на то, что дивидендная политика определяется многими факторами и пока не существует единого алгоритма ее построения, к основным этапам разработки дивидендной политики принято относить: оценку факторов дивидендных выплат, выработку типа дивидендной политики и оценку ее эффективности с последующими корректировками. Эффективная дивидендная политика минимизирует конфликты между отдельными собственниками, владельцами, кредиторами и менеджментом компании.

Вопросы, связанные с оценкой эффективности дивидендной политики публичных компаний, получили достаточно широкую огласку как в отечественных, так и зарубежных изданиях. Существуют различные точки зрения на то, какой методике следует придерживаться при оценке эффективности дивидендной политики компании. Например, О. В. Владыженская среди показателей эффективности дивидендной политики современных компаний (помимо дивидендного дохода на акцию) называет детальность и гибкость установленного порядка расчета размера дивидендов, в зависимости от финансового состояния и стратегий развития общества [1, с. 15]. По мнению Н. Я. Сеницкой, в качестве основных показателей эффективности дивидендной политики выступают: коэффициент дивидендного выхода, показатель дивидендного дохода; коэффициент соотношения рыночной цены и прибыли на одну обыкновенную акцию (P/E), уровень дивидендных выплат на одну обыкновенную акцию [2].

Еще более широкий перечень показателей предлагает использовать Е. О. Терещенко. По ее мнению, объективная оценка эффективности дивидендной политики возможна лишь после расчета и последующего анализа показателей доходности акций компании. К показателям эффективности дивидендной политики она относит: прибыль на акцию (Earnings Per Share, EPS), дивиденды на одну обыкновенную акцию, коэффициент ценности акций, рентабельность акции, коэффициент дивидендных выплат, отношение рыночного курса к чистой прибыли на одну акцию, отношение рыночного курса акций к показателю Cash-Flow на од-

ну акцию [5].

По мнению авторов, при анализе эффективности дивидендной политики компаний следует руководствоваться «базовыми» показателями оценки:

1. Коэффициент дивидендного выхода (отношение суммы дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям к чистой прибыли, причитающейся на одну обыкновенную акцию).

2. Дивидендная доходность (отношение величины годового дивиденда на акцию к цене акции).

3. Коэффициент соотношения рыночной цены акции и прибыли на одну акцию (показывает, какую цену согласны заплатить акционеры за одну денежную единицу чистой прибыли компании).

4. Размер дивидендов, начисленных на одну акцию.

Отметим, что не одна из представленных точек зрения не акцентирует внимание при оценке эффективности дивидендной политики на учете отраслевых особенностей. Нами принята попытка обосновать подход к оценке эффективности дивидендной политики с учетом отраслевых факторов.

Целью статьи является обоснование рейтингового подхода в оценке эффективности дивидендной политики с целью принятия инвестиционных решений на различных этапах становления и развития компаний, а также выработки алгоритма повышения эффективности дивидендной политики для потенциальных инвесторов.

Объектом данной работы является дивидендная политика российских компаний, акции которых относятся к категории «голубые фишки», предметом исследования выступают показатели и методы оценки эффективности дивидендной политики.

Задачами статьи являются изучение теоретических аспектов оценки эффективности дивидендной политики; расчет и анализ совокупности показателей эффективности дивидендной политики голубых фишек, формирование и оценка рейтинга индивидуальных показателей эффективности голубых фишек.

Теоретической основой данной работы выступили нормативно-правовые акты РФ, монографии, статьи отечественных и зарубежных авторов в периодических изданиях.

В ходе исследования использовались аналитический, сравнительный, корреляционно-регрессионный, табличный и графический методы анализа.

Методика исследования

Формирование выборки было обусловлено тем, что голубые фишки (bluechips, акции первого эшелона) представляют собой показательную базу акций (ценных бумаг) наиболее крупных, ликвидных и надёжных компаний со стабильными показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов, т. е. подходят для задачи исследования — построения корреляционно-регрессионной модели.

К голубым фишкам в России относятся акции энергетических, газовых, нефтяных и телекоммуникационных компаний. Это акции таких компаний, как ПАО «Банк ВТБ», ПАО «Уралкалий», ПАО «Лукойл», ПАО «Сбербанк», ПАО «Газпром», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «НК «Роснефть», ОАО «Сургутнефтегаз», и др.

Основным источником данных послужила информация официального сайта Московской биржи [3]. Выбор периода исследования (2011—2017 гг.) обусловлен образованием в 2011 году Московской биржи (в результате слияния Групп ММВБ и РТ). Также в работе были использованы данные открытых интернет-источников — официальных сайтов и финансовой отчетности российских публичных компаний.

Из числа голубых фишек были отображены 15 наиболее ликвидных, находящихся «в первых рядах». Для этих целей была использована база расчета Индекса голубых фишек Московской биржи, действовавшей с 22.06.2018. Представленная описательная статистика по голубым фишкам учитывает корректность сопоставлений (число дивидендных выплат в целом за анализируемый период, соотношение переменных к одному отчетному периоду).

При проверке эффективности дивидендной политики компаний голубых фишек учитывалась установленная теснота связи между рыночной ценой и размером дивиденда, выплачиваемого на одну акцию в зависимости от отраслевого сегмента [1, с. 69—75]. За отчетный период по дивидендным показателям в работе использовался год, по итогам которого

выплачивается дивиденд, а не год, в котором он уплачивается.

Основные используемые показатели — коэффициент дивидендного выхода, дивидендная доходность, коэффициент соотношения рыночной цены акции и прибыли на одну акцию, дивиденд на одну обыкновенную акцию (далее — ao). Годовые дивидендные выплаты, приходящиеся на одну обыкновенную акцию, рассчитываются поквартальным суммированием выплат за отчетный период (год) по официальной информации эмитентов. Рыночная стоимость акции за год рассчитывалась как среднее значение от рыночной цены акции на начало и конец года. Значения по дивидендной доходности были получены путем деления годового дивиденда на соответствующую рыночную цену акции.

Сравнительный анализ эффективности дивидендной политики голубых фишек

Эффективность дивидендной политики компаний голубых фишек из сформированной выборки была оценена с помощью рассмотренных выше общепринятых показателей на основе построения рейтинга индивидуальных показателей эффективности.

1. В качестве первого показателя для проведения сравнительного анализа было использовано среднее значение отношения дивидендов к чистой прибыли компаний голубых фишек за последние восемь лет (табл. 1). Для расчета коэффициента дивидендного выхода использовались чистая прибыль эмитентов, рассчитанная по МСФО.

В 2012—2013 гг. ПАО «Банк ВТБ» направил акционерам соответственно 17,4 и 15 % от прибыли. В 2014 г., несмотря на сложную экономическую ситуацию, уровень выплачиваемых дивидендов возрос до 1 896 % (политика повышения привлекательности акций). Примечательно, что главный конкурент ВТБ — ПАО «Сбербанк» — в 2014 г. утвердил самые низкие дивиденды за последние 13 лет (политика наращивания капитала без применения долговых инструментов). В 2016—2017 гг. ПАО «Алроса» показала стабильный дивидендный выход (49 %), также компания с 2018 г. вышла на инвестиционное плато (28—31 млрд руб. инвестиций в год до 2021 г.). Начиная с 2006 г.

Таблица 1

Коэффициент дивидендного выхода по голубым фишкам, %

№ п/п	Наименование	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	-	28	24	34	-	48	49	49
2	Банк ВТБ (ПАО), ао	10	10	17	15	1896	892	86	61
3	Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и, ДР	-	-	-	-	-	-	-	64
4	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	17	13	15	13	8	27	8	11
5	ПАО «Газпром», ао		22	25	25	25	28	25	28
6	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	37	72	95	317	202	93	94	103
7	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	18	19	22	29	33	52	55	46
8	ПАО «Магнит», ао	6	16	31	35	72	50	48	70
9	ПАО «МТС», ао	-	-	-	51	100	105	66	121
10	ПАО «НК «Роснефть», ао	10	25	25	35	25	35	36	50
11	ПАО «НОВАТЭК», ао	30	15	30	22	84	55	32	29
12	ПАО «Северсталь», ао	-	21	41	275	-	94	66	91
13	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	-	-	-	25	27	26	51	75
14	ПАО Московская Биржа, ао	-	-	35	47	55	58	69	89
15	ПАО Сбербанк, ао	-	15	16	20	4	20	25	36

Источник: (здесь и далее) рассчитано самостоятельно на основе отчетности и данных, размещенных на официальных сайтах эмитентов, а также данных Московской Биржи [3].

ПАО «Татнефть» выделяла на дивиденды 30 % чистой прибыли. Более 100 % чистой прибыли выплатили в 2013 году ПАО ГМК «Норильский никель» и ПАО «Северсталь» — за счет мобилизации доходов прошлых лет, а также снижения прибыли вследствие отрицательной курсовой разницы (списания активов). Отметим, что, несмотря на высокий текущий уровень дивидендных выплат, у ПАО «Северсталь» на ближайшие годы запланирован крупный проект (1 млрд долл.), что может снизить значение показателя. Аналогичная ситуация у ПАО ГМК «Норильский никель»: планируется увеличение капитальных вложений до 2022 г. на 60 % по сравнению с 2013—2017 гг.

Процент выплат ПАО «Газпром» в среднем держится в основном около 25 % и даже ниже (2011 год). Если сравнивать соотношение дивидендных выплат и инвестиционных вложений (рис. 1), предпочтение компания отдает

в пользу последних. Так, на протяжении анализируемого периода, лишь в 2017 году дивидендные отчисления превысили объем капитальных вложений.

ПАО «НОВАТЭК» имеет хаотичный характер отношения дивидендов к прибыли на протяжении всего рассматриваемого периода. Стабильный рост до 2017 г. наблюдается у компаний ПАО «Московская биржа», ПАО «Татнефть». По ПАО «ЛУКОЙЛ» отмечалась аналогичная картина до 2016 г., после чего пошел спад (в 2016 г. чистая прибыль упала с 292,7 млрд руб. до 207,6 млрд руб. по сравнению с 2015 г.). ПАО «Сургутнефтегаз» имеет наименьшие проценты дивидендов по отношению к прибыли, ПАО «НК «Роснефть» придерживается вариации от 9,7 % до 50 %. ПАО «НК «Роснефть», исходя из положения о дивидендной политике и отчетных данных, придерживается политики стабильного коэффициента ди-

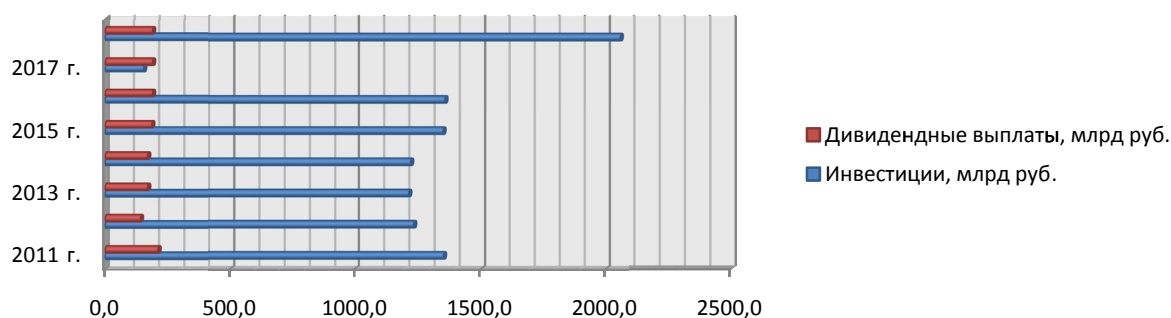


Рис. 1. Соотношение дивидендных выплат с инвестициями ПАО «Газпром» за 2011—2018 гг.

Примечание. * оценочные значения

Таблица 2

Среднее значение отношения дивидендов к прибыли по голубым фишкам за 2010—2017 гг.

№ п/п	Наименование	Среднее значение, %
1	Банк ВТБ (ПАО), ао	373,5
2	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	126,6
3	ПАО «Северсталь», ао	84,0
4	ПАО «МТС», ао	55,4
5	ПАО Московская Биржа, ао	50,5
6	ПАО «Магнит», ао	41,0
7	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	40,8
8	ПАО «НОВАТЭК», ао	37,2
9	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	34,3
10	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	33,2
11	ПАО «НК «Роснефть», ао	30,0
12	ПАО «Газпром», ао	25,4
13	ПАО Сбербанк, ао	17,0
14	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	14,0
15	Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и, ДР	8,0

видендного выхода. Проведенный анализ подтверждает мнение Н. Ю. Черенковой и свидетельствует об успешном сочетании умеренного и агрессивного подходов в дивидендной политике компаниями нефтегазовой отрасли по настоящий период [6, с. 134].

Несмотря на ежегодный разброс показателей дивидендов к прибыли, наибольшее среднее значение принадлежит ПАО «Банк ВТБ» и ПАО «ГМК «Норильский никель» (373,5 и 126,6 % соответственно) (табл. 2). Хорошие показатели у компаний ПАО «Северсталь», ПАО «Московская биржа» и ПАО «МТС»; по ПАО «Сургутнефтегаз», как было отмечено выше, среднее значение наименьшее и не превышает 14 %.

2. Вторым показателем для проведения сравнительной оценки эффективности дивидендной политики была выбрана и рассчитана дивидендная доходность голубых фишек (представлена в табл. 3).

Среднее значение дивидендной доходности за 2017 год по компаниям «голубые фишки» составило 6 %. Наибольший разброс имеет ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Северсталь» с относительно невысокой доходностью по обыкновенным акциям в 2010—2012 гг. Подобные случаи низких дивидендных выплат (либо их отсутствия) свидетельствуют о переоцененности компании или о решении ее руководства нарастить капитал.

Таблица 3

Дивидендная доходность голубых фишек, %

№ п/п	Наименование	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	3,3	3,7	3,7	4,2	3,0	3,5	11,7	6,1
2	Банк ВТБ (ПАО), ао	1,1	1,7	2,7	2,3	2,0	1,6	1,5	5,7
3	Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и, ДР	-	-	-	-	-	-	-	5,79
4	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	1,6	1,9	1,9	2,2	2,5	2,1	1,8	2,2
5	ПАО «Газпром», ао	4,1	4,0	4,2	5,1	5,3	5,9	5,5	5,7
6	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	8,0	9,4	7,1	8,9	21,1	9,9	9,3	8,0
7	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	3,7	4,2	4,5	5,5	7,3	7,7	6,7	6,4
8	ПАО «Магнит», ао	1,7	1,8	1,7	1,5	3,8	3,0	2,5	2,9
9	ПАО «МТС», ао	4,7	4,9	6,0	6,0	9,9	13,2	11,1	9,7
10	ПАО «НК «Роснефть», ао	3,2	3,1	3,0	5,2	3,7	5,2	1,8	1,1
11	ПАО «НОВАТЭК», ао	1,8	1,8	2,0	3,9	2,5	2,6	2,0	2,1
12	ПАО «Северсталь», ао	1,9	2,0	2,9	2,7	18,1	10,6	10,6	12,1
13	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	3,9	4,1	3,9	4,0	4,8	4,0	6,2	8,9
14	ПАО Московская Биржа, ао	1,5	2,2	1,9	4,1	6,2	9,3	7,1	6,8
15	ПАО Сбербанк, ао	2,5	2,8	2,8	3,2	0,6	2,5	4,4	6,0

ПАО «МТС» в 2015 году показало хороший рост дивидендной доходности (13,2 %). Компания «Газпром» имеет стабильный рост, в отличие от всех остальных рассматриваемых компаний. Показатели ПАО «Лукойл» также имеют хорошую доходность, но с 2016 г. наблюдается небольшой спад. Дивидендная доходность ПАО «Татнефть» по обыкновенным акциям возросла к 2017 году (на 2,7 пп. к уровню 2016 г.). Дивидендную политику ПАО «НОВАТЭК» по типу можно отнести к компромиссной, которая предусматривает стабильный уровень выплаты дивидендов с надбавкой в отдельные периоды, что также характерно при проведении агрессивной дивидендной политики. До 2015 г. за ОАО «Сургутнефтегаз» сохранялся стабильно низкий уровень дивидендной доходности (до 2,5 %), затем до 2017 г. был отмечен спад — сказались влияние полученного убытка от отрицательной переоценки средств в иностранной валюте. Девальвация национальной валюты, а также рост выручки на 317,1 млрд руб. (+41,2 %) на фоне роста доходов от реализации алмазов на 46 % (293,9 млрд руб.) ПАО АК «АЛРОСА» повлияли на уровень дивидендной доходности — 11,7 % в 2016 г. против 3,5 % в 2015 году. Отметим, что высокие дивиденды являются признаком недооцененности компании (либо попытки привлечения инвесторов). Кризисные явления могут сказаться на дивидендных выплатах: стабильные высокие выплаты в прошлом не означают, что тенденция сохранится и в будущем. Как по-

казывает практика, при возникновении финансовых затруднений эмитенты сокращают (приостанавливают) дивидендные выплаты.

3. Коэффициент соотношения рыночной цены акции и прибыли на одну акцию был использован в качестве третьего показателя оценки эффективности проводимой дивидендной политики (табл. 4).

ПАО «Банк ВТБ», как свидетельствует табл. 4, в 2014 году имел аномально высокое соотношение «P/E» — 937. Однако при анализе данного показателя во внимание берется не абсолютное значение данного коэффициента, а его динамика. Проследившая дальнейшую динамику по акциям ПАО «Банк ВТБ», видим резкий спад (-128,4 в 2015 г.) с дальнейшим сравнительно небольшим ростом (до 7,5 в 2017 году). ПАО «Северсталь» также показывает скачок (101,17 в 2013 г. к 13,1 в 2012 году). Среднеотраслевое значение коэффициента за 7 лет составило 11,6.

Учитывая широкий разброс значений (табл. 4), достаточно проблематично оценить будущий тренд изменения доходов и инвестиционную привлекательность голубых фишек. С точки зрения потенциала роста выгодно инвестировать в акции с высоким значением показателя P/E (выше рыночного): ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Магнит», ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «НОВАТЭК». Выбирая же акции с заниженным коэффициентом, потенциальные инвесторы могут рассчитывать на перспективу роста доходности (например, ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Газпром», ПАО «Сбербанк»).

Таблица 4

Соотношения рыночной цены акции и прибыли на одну акцию голубых фишек, %

№ п/п	Наименование	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	8,2	6,6	8,1	-21,3	13,5	4,2	8,0
2	Банк ВТБ (ПАО), ао	6,0	6,5	6,5	937,0	-128,4	25,6	7,4
3	Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и, ДР	-	-	-	-	-	-	11,0
4	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	3,3	5,2	3,4	0,9	4,5	3,8	3,5
5	ПАО «Газпром», ао	2,4	2,8	2,9	20,1	4,0	3,6	4,7
6	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	19,6	16,1	34,1	9,5	9,4	10,2	12,9
7	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	5,1	5,0	5,1	4,6	6,7	8,1	7,2
8	ПАО «Магнит», ао	29,0	18,3	23,7	18,9	16,8	19,2	24,7
9	ПАО «МТС», ао	11,4	16,6	8,5	10,1	8,0	9,6	9,5
10	ПАО «НК «Роснефть», ао	8,7	8,4	6,7	6,8	6,7	20,0	16,5
11	ПАО «НОВАТЭК», ао	8,1	15,1	5,5	34,1	21,0	15,8	14,1
12	ПАО «Северсталь», ао	4,4	13,1	101,7	-18,1	8,8	6,3	7,5
13	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	7,5	6,6	5,9	5,3	6,2	7,8	8,3
14	ПАО Московская Биржа, ао	-	-	12,0	8,9	6,3	9,8	13,1
15	ПАО Сбербанк, ао	5,9	5,8	6,0	5,8	7,6	5,5	5,8

4. Динамика четвертого показателя «размер дивидендов, начисленных на одну акцию» за последние 8 лет представлена в табл. 5.

По данным табл. 5 видно, что на протяжении пяти лет наибольший размер дивидендов, начисленных на одну акцию, выплатил ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Магнит», ПАО «Лукойл» и ПАО «Северсталь». При этом стабильный рост дивидендов, начисленных на одну акцию, показывают ПАО «Газпром», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «Татнефть» им В. Д. Шашина. Несмотря на ухудшение внешней экономической среды в 2014—2015 гг, ПАО «Лукойл» увеличил размер дивиденда на акцию по итогам 2015 г. и показал постоянный стабильный рост в данном факторе. Цена акции также с каждым годом увеличивается.

Вместе с тем размер дивидендов, начисленных на одну акцию, стоит рассматривать не самостоятельно, а в увязке с количеством выпущенных акций. Так, по состоянию на 22.06.2018 у ПАО «Банк ВТБ» выпущено 12 960 млрд обыкновенных акций, у ОАО «Сургутнефтегаз» — 35 млрд, у ПАО «Газпром» — 23,7 млрд обыкновенных акций, у ПАО «Сбербанк» — 23,7 млрд, у ПАО «НК «Роснефть» — 10,6 млрд, у ПАО «НОВАТЭК» — 3 млрд, у ПАО «Лукойл» — 850,6 млн, у ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина — 2,1 млрд, а у ПАО «Северсталь» — 837,8 млн.

Таким образом, наибольшее количество выпущенных обыкновенных акций имеет ПАО

«Банк ВТБ», при этом показатель размера дивидендов, начисленных на одну акцию, за последние восемь лет у эмитента самый низкий. И наоборот, ПАО «ГМК «Норильский никель» и ПАО «Магнит» имеют наибольшие размеры дивидендов, при этом общее количество выпущенных акций составляет 0,02 % от общего количества выпущенных акций анализируемых компаний. ПАО «Банк ВТБ» занимает 99 % общего количества выпущенных акций; размер дивидендов, начисленных на одну акцию, в динамике растет и придерживается средних показателей по сравнению с другими компаниями (не считая ПАО «Лукойл»). ПАО «Сбербанк» показывал хороший рост до 2014 г., однако затем для сохранения адекватного уровня достаточности капитала размер дивиденда снизился. У ПАО «Магнит» наблюдается схожая картина: до 2015 г. наблюдался уверенный рост дивидендных выплат на одну обыкновенную акцию, с 2016 г. до настоящего времени идет снижение в связи с падением выручки и чистой прибыли. ПАО «МТС», ПАО «Газпром», ПАО «НОВАТЭК», ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО АК «АЛРОСА», ПАО «Московская Биржа» также имеют стабильный рост при выплате дивидендов, но количество выпущенных акций по ним меньше. ПАО «НК «Роснефть» выпустило в 2 раза меньше акций, чем ПАО «Газпром», однако дивидендные выплаты каждый год в среднем были выше в 1,5 раза (за исключением 2016 г.). ПАО «Татнефть» имеет схожую ситуацию с ПАО «НОВАТЭК» —

Таблица 5

Размер дивидендов, начисленных на одну акцию голубых фишек, руб.

№ п/п	Наименование	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	1,11	1,09	1,11	1,47	1,47	2,09	8,93	5,24
2	Банк ВТБ (ПАО), ао	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,003
3	Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и, ДР	-	-	-	-	-	-	-	80
4	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	0,4	0,5	0,5	0,6	0,65	0,6	0,6	0,65
5	ПАО «Газпром», ао	4,99	5,3	5,99	7,2	7,2	7,89	8,04	8,04
6	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	349,0	501,2	400,8	469,2	1432,4	857,2	890,4	832,2
7	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	70	84	90	110	154	177	195	215
8	ПАО «Магнит», ао	65,8	79,1	81,35	135,2	362,9	310,5	278,1	251,0
9	ПАО «МТС», ао	10,9	12,5	14,7	19,8	24,8	25,2	26	26
10	ПАО «НК «Роснефть», ао	8	8,03	8,05	12,85	8,21	11,75	5,98	3,83
11	ПАО «НОВАТЭК», ао	5,1	5,9	6,9	7,9	10,3	13,5	13,9	14,95
12	ПАО «Северсталь», ао	5,58	6,49	10,66	8,3	73,68	58,88	81,91	110,1
13	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	8,1	8,6	8,6	8,23	10,58	10,96	22,81	39,94
14	ПАО Московская Биржа, ао	0,96	1,36	1,22	2,38	3,87	7,11	7,68	7,96
15	ПАО Сбербанк, ао	1,99	2,36	2,57	3,2	0,45	1,97	6	12

количество акций незначительно. По ПАО «Северсталь» дивидендные выплаты на одну акцию не имеют явной тенденции — в 2015 г. снижение было обусловлено низкими ценами на сталь, влияние которых впоследствии нивелировалось за счет низкой долговой нагрузки и невысокой себестоимости продукции.

Сопоставив дивидендные выплаты на одну акцию и количество обыкновенных акций (табл. 6), мы видим, что наибольшие выплаты дивидендов представляет компания ПАО «Газпром» и ПАО «Лукойл», показывая с каждым годом стабильный рост. Также хорошие показатели у компаний ПАО «ГМК «Норильский Никель», ПАО «НК «Роснефть», но они имеют некую хаотичность, что не всегда радует потенциальных инвесторов. Стабильно возрастающие выплаты происходят у ПАО «Банк ВТБ», ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Северсталь» и ПАО «Татнефть им. В. Д. Шашина» и по отношению к обыкновенным акциям. Хорошая картина выплат у компании ПАО «Московская Биржа» и ПАО «НОВАТЭК» — стабильный рост, но низкие значения показателей в связи с меньшим количеством выпущенных акций. Несмотря на дополнительную эмиссию акций в 2017 г., размер дивиденда на одну обыкновенную акцию ПАО «Магнит» снизился на 1 %. По ПАО «НОВАТЭК» объем дивидендных выплат акционерам по итогам 2017 г. в сравнении с 2014 г. увеличился на 14,1 млрд руб. (прирост 45 % за 4 года).

Одной из причин роста дивидендных выплат у компаний с участием государства в акционерном капитале с 2015 г. является требование Минфина к госкомпаниям выплачивать в виде дивидендов 50 % чистой прибыли. Кроме того, в 2013—2016 гг. на отечественном рынке наблюдалась инвестиционная пауза, соответственно прибыль компаний за указанный период возрастала. Таким образом, замедление инвестиций формировало у публичных компаний свободные денежные средства, которые они направляли в виде дивидендов акционерам.

Подводя итог основной части работы, можно констатировать, что каждый из рассмотренных выше показателей односторонне характеризуют эффективность дивидендной политики. Поскольку в дивидендной политике предприятия выражен весь спектр интересов: привлечение дополнительных инвестиций за счет эмиссии акций, обеспечение достаточного дивиденда акционерам, оптимизация соотношения «прибыль — инвестиции — дивиденды»; а также сочетания в ней интересов и компании и акционеров — возникает необходимость в комплексной оценке дивидендной политики на основе построения рейтинга показателей.

Предложения

Для комплексной всесторонней характеристики дивидендной политики компаний «голубые фишки» авторами вводится матричная

Таблица 6

Дивидендные выплаты по акциям голубых фишек, млрд руб.

№ п/п	Наименование	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	-	-	-	10,8	15,4	65,8	38,6
2	Банк ВТБ (ПАО), ао	9,2	15,0	15,0	15,2	15,2	15,2	44,8
3	Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и, ДР	-	-	-	-	-	-	21,6
4	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	17,9	17,9	21,4	23,2	21,4	21,4	23,2
5	ПАО «Газпром», ао	125,5	141,8	170,4	170,4	186,8	190,3	190,3
6	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	95,5	76,4	74,2	226,7	135,6	140,9	131,7
7	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	71,4	76,6	93,6	131,0	150,5	165,9	182,9
8	ПАО «Магнит», ао	7,0	7,7	12,8	34,3	29,4	26,3	25,6
9	ПАО «МТС», ао	-	-	-	51,2	52,1	52,0	52,0
10	ПАО «НК «Роснефть», ао	85,1	85,3	136,2	87,0	124,5	63,4	40,6
11	ПАО «НОВАТЭК», ао	17,9	21,0	24,0	31,3	41,0	42,2	45,4
12	ПАО «Северсталь», ао	6,5	8,9	7,0	61,7	49,3	68,6	92,2
13	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	18,7	18,7	17,9	23,1	23,9	49,7	87,0
14	ПАО Московская Биржа, ао	-	-	5,7	8,8	16,2	17,5	18,1
15	ПАО Сбербанк, ао	50,9	55,5	69,1	9,7	42,5	129,5	259,0

модель оценки влияния таких средних (за последние 8 лет) показателей и коэффициентов, как коэффициент дивидендного выхода, дивидендная доходность, коэффициент P/E и размер дивидендов, начисленных на одну акцию. Рассмотренные показатели были проранжированы по годам, с использованием шкалы, где 1 — наилучший показатель, 15 — наихудший.

Исходя из полученных данных (суммы всех показателей) можно сделать вывод, что наиболее привлекательной компанией с точки зрения эффективности проводимой дивидендной политики является ПАО «ГМК «Норильский никель» (с большим отрывом в 64 балла), далее ПАО «Манит» (177 баллов), затем ПАО «Северсталь» (183 балла) и ПАО «Лукойл» (187 баллов) на 4 месте. В конце списка идут такие компании, как Икс 5 Ритейл Груп Н. В. (413 баллов), ОАО «Сургутнефтегаз» (382 балла), ПАО «Банк ВТБ» (318 баллов) и ПАО «Сбербанк» (321 балл).

Так как предсказать дальнейшие направления проведения дивидендной политики по компаниям «голубые фишки» в условиях экономической нестабильности для инвестора представляется проблематичным, авторами предлагается учитывать силу связи цены акции и размера выплачиваемого дивиденда по ней в зависимости от отраслевой принадлежности [2]. Использование такой связи для построения рейтинга представляется авторам

наиболее эффективным способом отражения вклада дивидендной политики в обеспечение роста компании.

Так, для каждого из установленных выше балльных значений была использована полученная ранее авторами отраслевая сила связи между ценой акции и размером выплачиваемого дивиденда по ней (рис. 2, табл. 7).

Вследствие обратного влияния тесноты связи на рейтинговое значение, полученные балльные значения по каждой компании были скорректированы на соответствующий обратный коэффициент:

$$K_{\text{обр.св.}} = 1 / C_{\text{св.}} \quad (1)$$

где $K_{\text{обр.св.}}$ — обратный коэффициент; $C_{\text{св.}}$ — отраслевая сила связи цены акции и размера выплачиваемого дивиденда.

Таким образом, установленная ранее сила связи была использована в качестве делителя в формуле. Результаты представлены в табл. 7.

С точки зрения последовательности проведения дивидендной политики и ее соответствия рыночным ожиданиям лидирует также ПАО «ГМК «Норильский никель», затем ПАО «Магнит», ПАО «Северсталь» и ПАО АК «Алроса» — на четвертом месте. Интересно, что внизу списка оказалось ПАО «Газпром» и ПАО «МТС»; ПАО «Сургутнефтегаз», Икс 5 Ритейл Груп Н. В. и «Банк ВТБ» (ПАО) сохранили за собой последние позиции в рейтинге.

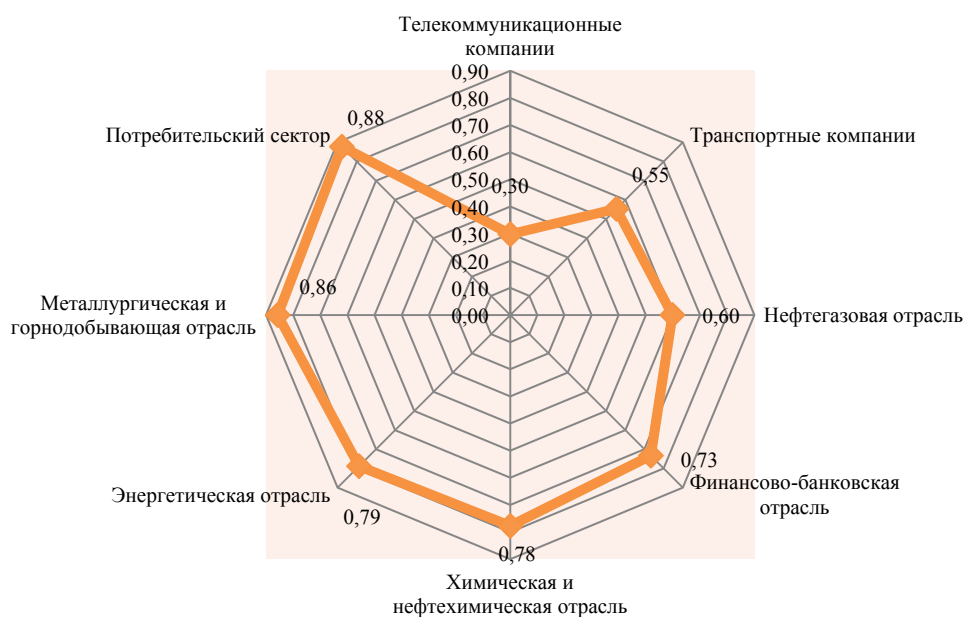


Рис. 2. Отраслевые коэффициенты силы связи цены акций и размера дивиденда, выплачиваемого на одну акцию

Таблица 7

Матричная модель оценки эффективности дивидендной политики голубых фишек с учетом отраслевого фактора

№ п/п	Наименование	Коэффициент дивидендного выхода	Дивидендная доходность	Коэффициент P/E	Размер дивидендов, выплаченных на 1 акцию	Сумма всех показателей	Отраслевой коэффициент	Итоговое значение
1	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	13	16	27	8	64	0,86	74
2	ПАО «Магнит», ао	51	92	15	19	177	0,88	201
3	ПАО «Северсталь», ао	40	46	56	41	183	0,86	213
4	АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	65	51	58	89	263	0,86	306
5	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	57	35	74	21	187	0,6	312
6	ПАО Московская Биржа, ао	45	60	59	86	250	0,73	342
7	ПАО «НК «Роснефть», ао	59	69	37	64	229	0,6	382
8	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, ао	75	46	62	49	232	0,6	387
9	ПАО «НОВАТЭК», ао	60	90	31	60	241	0,6	402
10	Банк ВТБ (ПАО), ао	51	101	53	113	318	0,73	436
11	ПАО Сбербанк, ао	90	78	68	85	321	0,73	440
12	ПАО «МТС», ао	46	16	35	38	135	0,3	450
13	ПАО «Газпром», ао	73	48	84	73	278	0,6	463
14	Икс 5 Ритейл Груп Н. В.	98	114	91	110	413	0,88	469
15	ОАО «Сургутнефтегаз», ао	92	98	88	104	382	0,6	637

Выводы

Несмотря на ежегодный разброс показателей дивидендов к прибыли, наибольший коэффициент дивидендного выхода в среднем наблюдается у ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Банк ВТБ» и ПАО «Северсталь». Высокие значения показателей компаний металлургической и горнодобывающей отраслей обеспечили мобилизация доходов прошлых лет, а также снижение прибыли за счет отрицательной курсовой разницы или списания активов. По ПАО «Сургутнефтегаз» среднее значение наименьшее и не превышает 14 %.

Дивидендная доходность по обыкновенным акциям самая высокая у «ГМК «Норильский никель» (доходность данной компании лидирует по среднему значению до 2015 г., далее последовало небольшое снижение). Стабильная высокая доходность прослеживается опять же у ПАО «Газпром», ПАО «Лукойл» и ПАО «МТС». У компании «Лукойл» средняя доходность выше Газпрома, но в последний отчетный период также наблюдается спад. С 2014 г. в лидеры по доходности выходит ПАО «Северсталь».

Одним из важнейших критериев для акционеров является прибыль. Потенциальных инве-

сторов интересует, какой процент от прибыли они получают в виде дивидендов. В данной ситуации лидерами становятся ПАО «Магнит», ПАО «ГМК «Норильский никель» и ПАО «НОВАТЭК». Но следует учитывать, что ПАО «НОВАТЭК» имеет вариацию и характерность спада отношения дивидендов к прибыли за последние два года, в то время как остальные лидеры показывают стабильный рост.

Размер дивидендов, начисленных на 1 акцию, наибольший у ПАО «ГМК «Норильский никель», остальные компании имеют примерно одинаковые значения по дивидендам, начисленным на одну акцию, однако количество выпущенных акций лидирующей компании составляет лишь 0,001 % от общего количества акций исследуемых компаний. В денежном измерении дивидендные выплаты самые высокие у ПАО «Газпром»; ПАО «Лукойл» в среднем отстает на 28 %.

С точки зрения рейтингового подхода наиболее привлекательной компанией по проводимой дивидендной политике является ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Магнит», ПАО «Северсталь», ПАО АК «Алроса». Как ни странно, но на пятом месте ПАО «Лукойл», а в конце списка идут такие компании, как ОАО

«Сургутнефтегаз», Икс 5 Ритейл Груп Н. В., ПАО «Газпром».

Таким образом, рейтинговый подход на основе матричной модели оценки влияния таких средних показателей и коэффициентов, как коэффициент дивидендного выхода, дивидендная доходность, коэффициент Р/Е и размер дивидендов, начисленных на одну акцию с учетом отраслевого фактора (связи це-

ны акции и размер выплачиваемого дивиденда по ней), дает более объективную картину инвестиционной привлекательности компаний для инвесторов и потенциала роста рыночной стоимости. Использование такого подхода на практике позволит минимизировать конфликты между отдельными собственниками, владельцами, кредиторами и менеджментом компании.

Список литературы

1. Владыженская О. В. Дивидендная политика российских компаний. Особенности и тенденции // Студент: наука, профессия, жизнь, 2016. С. 12—18. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_26730060_85059640.pdf (дата обращения: 03.10.2018).
2. Максименко О. И., Бадюкина Е. А. Оценки состояния дивидендной политики ведущих российских компаний // Евразийский Союз Ученых (ЕСУ). 2018. № 10 (55) (часть 5). С. 69—75.
3. Московская биржа: [сайт]. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 16.10.2018).
4. Синицкая Н. Я. Финансы предприятий в рисунках и схемах. М.: Академия естествознания, 2011. URL: <https://www.monographies.ru/ru/book/section?id=4616> (дата обращения: 07.10.2018).
5. Терещенко Е. О. Финансовая деятельность субъектов хозяйствования: учеб. пособие. К.: КНЭУ, 2003. URL: <http://lybs.ru/index-323.htm> (дата обращения: 20.10.2018)
6. Черенкова Н. Ю., Аренков И. А. Дивидендная политика российских акционерных обществ нефтяного сектора // Российское предпринимательство. 2012. Т. 13. № 24. С. 128—135.

References

1. Vladyzhenskaya O. V. *Dividendnaya politika rossijskih kompanij. Osobennosti i tendencii* [Dividend policy of Russian companies. Features and Trends]. Student, nauka, professiya. 2016. pp. 12—18. Available at: https://elibrary.ru/download/elibrary_26730060_85059640.pdf (accessed: 03.10.2018).
2. Maksimenko O. I., Badokina E. A. *Ocenki sostoyaniya dividendnoj politiki vedushchih rossijskih kompanij* [The rating approach to assessing the dividend policy effectiveness of Russian public companies]. *Evrazijskij Soyuz Uchenyh (ESU)*. 2018. No. 10 (55) (part 5). pp. 69—75.
3. *Moskovskaya birzha* [Moscow Exchange]. Available at: <https://www.moex.com> (accessed: 16.10.2018).
4. Sinickaya N. Ya. *Finansy predpriyatij v risunkah i skhemah* [Business finance in drawings and diagrams]. M.: Akademiya estestvoznaniya, 2011. Available at: <https://www.monographies.ru/ru/book/section?id=4616> (accessed: 07.10.2018).
5. Tereshchenko E. O. *Finansovaya deyatel'nost' subektov hozyajstvovaniya: Ucheb. Posobie* [Financial activities of business entities: textbook]. K.: KNEU, 2003. Available at: <http://lybs.ru/index-323.htm> (accessed: 20.10.2018).
6. Cherenkova N. Yu. Arenkov I. A. *Dividendnaya politika rossijskih akcioner'nyh obshchestv neftyanogo sektora* [Dividend policy of Russian oil companies]. *Rossijskoe predprinimatel'stvo*. 2012. Tom 13. No. 24. pp. 128—135.

Для цитирования: Бадюкина Е. А., Максименко О. И. Рейтинговый подход к оценке эффективности дивидендной политики публичных компаний России // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2018. № 4. С. 36—46.

For citation: Badokina E. A., Maksimenko O. I. The rating approach to assessing the dividend policy effectiveness of Russian public companies // Corporate governance and innovative economic development of the North: Bulletin of the Research Center of Corporate Law, Management and Venture Capital of Syktvykar State University. 2018. No. 4. P. 36—46.