

**С.С.ВИНОКУРОВ**, канд. экон. наук, ассистент, [stepan\\_vinokurov@mail.ru](mailto:stepan_vinokurov@mail.ru)

**П.А.ГУРЬЯНОВ**, канд. экон. наук, ассистент, [d1d1@pochta.ru](mailto:d1d1@pochta.ru)

*Национальный минерально-сырьевой университет «Горный», Санкт-Петербург*

**S.S.VINOKUROV**, *PhD in ec.*, assistant lecturer, [stepan\\_vinokurov@mail.ru](mailto:stepan_vinokurov@mail.ru)

**P.A.GURYANOV**, *PhD in ec.*, assistant lecturer, [d1d1@pochta.ru](mailto:d1d1@pochta.ru)

*National Mineral Resources University (Mining University), Saint Petersburg*

## ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА В НЕФТЕГАЗОВОМ СЕКТОРЕ РОССИИ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Дан анализ изменений в дивидендной политике предприятий российского нефтегазового сектора, необходимых для поддержания ее глобальной конкурентоспособности. Рассмотрена связь дивидендной политики с доходностью акций.

**Ключевые слова:** дивидендная политика, дивиденд, доходность, акции, нефтегазовый сектор.

## DIVIDEND POLICY IN RUSSIAN OIL AND GAS SECTOR: PROBLEMS AND PROSPECT

Authors analyze dividend policy changes required to maintain global competitiveness by Russian oil and gas sector companies. Relationship between dividend policy and rate of return on corporate shares was scrutinized.

**Key words:** dividend policy, dividend, rate of return, corporate shares, oil and gas sector.

Поддержание глобальной конкурентоспособности делает необходимым использование российскими компаниями инвестиционного потенциала мирового финансового рынка. Соответствующие усилия предпринимаются как на уровне самих предприятий, так и на уровне Правительства России. Если усилия Правительства сосредоточены на мерах по созданию благоприятного экономического климата, то крупные российские компании размещают на иностранных рынках свои финансовые инструменты.

В разное время крупнейшие компании нефтегазового сектора России осуществили публичное размещение своих акций на зарубежных рынках. Торги по акциям некоторых из них достигают существенных объемов и превышают объемы российских торгов (табл.1).

Как видно из табл.1, только для акций «Газпрома» торги на российском рынке превышают по своим объемам (количеству

обращающихся акций) торги на фондовых биржах Лондона и Франкфурта. Это означает, что уже на современном этапе рыночная стоимость крупнейших компаний нефтегазового сектора в значительной мере определяется на иностранных рынках.

Между тем, пока российские нефтегазовые компании не используют потенциал американского и азиатских финансовых рынков. Более того, в 2006 г. «Татнефть» инициировала процедуру делистинга своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже из-за значительных расходов, связанных с обслуживанием выпуска акций.

На наш взгляд, дальнейшее развитие нефтегазового сектора России предполагает еще большее расширение его присутствия на мировом финансовом рынке. Важным фактором успешности такого присутствия может стать правильно организованная дивидендная политика.

**Объем торгов обыкновенными акциями и депозитарными расписками крупнейших компаний российского нефтегазового сектора (в среднем за день в течение года) на 9 декабря 2011 г., млн акций**

Компания	ММВБ	РТС	Лондонская фондовая биржа	Франкфуртская фондовая биржа	Число акций на 1 АДР
Газпром	73,522	0,033	18,719	7,052	2
Лукойл	2,155	0,002	4,375	2,215	1
Роснефть	13,520	0,006	22,544	-	1
Сургутнефтегаз	29,784	0,013	12,282	1,787	10
Новатэк	0,851	0,007	0,756	-	10
Татнефть	0,006	0,035	1,952	-	20

Дивидендная политика не должна рассматриваться в отрыве от реальных характеристик предприятия и отрасли, так как представляет собой часть общей системы управления предприятием. В длительной перспективе привлекательность компании определяется объективными параметрами ее экономической деятельности, а манипуляция с дивидендами может лишь на некоторое время «обмануть» рынок.

Нефтегазовый сектор – самый успешный сектор российской промышленности последнего десятилетия. Однако есть основания сомневаться в эффективности его функционирования. В прибылях нефтегазовых предприятий велика составляющая рентабельных доходов, конкуренция в отрасли низка, темпы модернизации производства и разработки новых месторождений явно недостаточны, переработка нефти развивается медленно. Некоторые исследователи называют также такой фактор неэффективности, как мягкие бюджетные ограничения для предприятий отрасли [1, с.16-17].

Новые вызовы несет для нефтегазового сектора 2012 г. Ведущие аналитики говорят о высокой вероятности наступления в мировой экономике новой волны рецессии [6]. Завершится процедура вступления России в ВТО. Повышение открытости российской экономики может привести к ухудшению положения в некоторых отраслях обрабатывающей промышленности и сельском хозяйстве. Таким образом, велика вероятность снижения спроса на продукцию нефтегазового сектора как внутри страны, так и в мире.

Усиление конкуренции со стороны иностранного производителя на внутреннем рын-

ке делает еще более актуальной необходимость преодоления сырьевой ориентации экономики страны. В этих условиях налоговая нагрузка на предприятия нефтегазового сектора может существенно увеличиться.

Вызов представляет собой и стремление руководства страны создать в России мировой финансовый центр. Это предполагает не только дополнительный приток финансового капитала в экономику, но и приход на отечественный рынок иностранных эмитентов. С одной стороны, это усилит конкуренцию за финансовые ресурсы на внутреннем рынке, с другой, рыночная оценка стоимости предприятий российского нефтегазового сектора будет в значительно большей степени зависеть от их глобальной конкурентоспособности.

Какие изменения должны произойти в дивидендной политике предприятий российского нефтегазового сектора? Для ответа на этот вопрос нужно, прежде всего, прояснить роль дивидендной политики, ее влияние на рыночную капитализацию компании и оценку деятельности его менеджеров. «Образ будущего» может дать дивидендная политика, проводимая иностранными нефтегазовыми предприятиями, акции которых котируются на более развитых, чем российский, фондовых рынках.

Влияние выплачиваемых дивидендов на цену акций до сих пор дискутируется в научной литературе (например, в работе [4, с.133-140]). На наш взгляд, основная проблема заключается не в том, что роль дивидендов не ясна, а в том, насколько реальный финансовый рынок может считаться эффективным. Если финансовый рынок абсолют-

но эффективен, то на цену акций будут влиять параметры потока дивидендов в целом, а отдельные выплаты будут irrelevantны. Если же рынок неэффективен, то дивидендные выплаты служат единственным источником информации о положении дел на предприятии, и зависимость от них цены будет довольно сильной.

Другая проблема заключается во влиянии риска. Избегающие риска инвесторы могут предпочитать акции с большей дивидендной доходностью, хотя для этого нет объективных оснований. Более того, в известных нам публикациях нет законченной модели влияния, которое риск и дивидендная доходность оказывают в совокупности на изменение цены акции.

В отсутствие дивидендов мы можем определить курсовую доходность акции с помощью модели CAPM:

$$\bar{r}_p = r_f + \beta(\bar{r}_m - r_f),$$

где  $\bar{r}_p$  и  $\bar{r}_m$  – соответственно ожидаемые ценовые доходности акции и рыночного портфеля;  $r_f$  – доходность безрискового актива;  $\beta$  – коэффициент регрессии.

Если компания принимает решение о выплате дивидендов, то инвестор получает некоторую дополнительную безрисковую доходность по акции. Исходя из этого должна быть скорректирована безрисковая ставка доходности.

Для того чтобы исключить арбитражные операции, ценовая доходность должна быть связана с дивидендной доходностью по акциям обратной зависимостью. Следовательно,

$$\bar{r}_p = r_f + \beta(\bar{r}_m - r_f) - (1 - \beta)\bar{r}_d, \quad (1)$$

где  $\bar{r}_d$  – ожидаемая дивидендная доходность акций.

На ожидаемую ценовую доходность акций должна влиять именно ожидаемая дивидендная доходность облигаций. Если рынок достаточно эффективен, последняя должна зависеть от рентабельности собственных активов предприятия и оставаться нейтральной к текущим изменениям в дивидендной политике. Это означает, что на

ожидаемую доходность должна влиять долгосрочная доля дивидендов в прибыли предприятия, а не текущие ее изменения.

На реальном рынке на поведение инвестора влияют различные мотивы, связанные со стремлением снизить неопределенность. Поэтому следует ожидать, что он будет учитывать некоторые «веса» дивидендной, общей и безрисковой доходности акций предприятия. Тогда формула (1) для ожидаемой доходности преобразуется к виду

$$\bar{r}_p = ar_f + b(\bar{r}_m - r_f) - c\bar{r}_d, \quad (2)$$

где  $a$ ,  $b$  и  $c$  – весовые коэффициенты.

Рассмотрим доходность акций крупнейших компаний нефтегазовой отрасли согласно данным ММВБ и официальных сайтов компаний (табл.2). Курсовая доходность рассчитана как отношение разности между ценой акции на последний день торгов текущего года и ценой на последний день торгов предыдущего года, отнесенной к цене на последний день предыдущего года; дивидендная – как отношение дивидендов по акции к ее цене на последний день торгов текущего года.

В табл.3 приведены параметры регрессии, построенной по уравнению (2). На их основе можно сделать вывод, что данные в целом подтверждают корректность уравнения.

Проведенные расчеты показали, что замена дивидендной доходностью долей дивидендов в прибыли не меняет качества регрессии (хотя доля дивидендов в прибыли входит в уравнение со знаком плюс). Однако коэффициент регрессии курсовой доходности и доли дивидендов в прибыли обладает гораздо меньшим уровнем статистической значимости (для большинства предприятий чуть больше 0,5). Это позволяет сделать вывод об относительной независимости в краткосрочном периоде ценовой доходности акций от доли дивидендов в прибыли.

Если в текущем периоде дивидендная доходность акций отрицательно влияет на их курсовую доходность, а доля дивидендов в прибыли не оказывает статистически значимого влияния, то уже в среднесрочном периоде влияние величины дивидендов ока-

Таблица 2

**Годовые курсовая и дивидендная доходности акций крупнейших российских компаний нефтегазового сектора в 2007-2010 гг., %**

Компания	Курсовая доходность по годам				Дивидендная доходность по годам			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Газпром	14,09	- 68,84	70,13	5,60	0,77	0,33	1,31	1,99
Лукойл	- 8,86	- 53,99	78,80	2,62	2,02	5,22	3,07	3,40
Роснефть	- 5,07	- 52,18	127,57	- 13,14	0,69	1,73	0,91	1,26
Сургутнефтегаз	<u>- 26,01</u> - 46,73	<u>- 44,69</u> - 61,15	<u>63,45</u> 140,40	<u>18,83</u> 6,54	<u>2,49</u> 0,73	<u>2,32</u> 1,11	<u>1,52</u> 0,76	<u>1,49</u> 0,76
Новатэк	11,07	- 73,81	251,09	94,54	1,27	5,20	1,62	1,21

*Примечание.* В числите – доходность обыкновенных акций; в знаменателе – привилегированных.

Таблица 3

**Параметры регрессии для формулы (2)**

Компания	Коэффициент			Свободный член регрессии
	при дивидендной доходности	при доходности облигаций банка России (ОБР)	при разности доходности индекса ММВБ и доходности ОБР	
Газпром	- 1198,82	48,56	1920,24	- 11328,55
Лукойл	- 191,88	631,80	12,01	- 3476,23
Роснефть	- 1076,08	1014,49	17,98	- 5416,87
Сургутнефтегаз	<u>- 10,20</u> - 1,61	<u>80,42</u> 142,15	<u>1,62</u> 2,57	<u>- 492,84</u> - 882,26
Новатэк	- 24,69	194,07	3,60	- 1114,98

*Примечание.* См. табл.2.

Таблица 4

**Величина дивидендов и цена акций крупнейших российских нефтегазовых компаний в 2007-2010 гг.**

Компания	Средняя цена акции за период, руб.	Средняя величина дивидендов на акцию за период, руб.	Средняя доля дивидендов в прибыли за период, %
Газпром	207,29	2,32	14,11
Лукойл	1616,59	50,75	17,55
Роснефть	203,31	2,15	8,31
Сургутнефтегаз	<u>26,17</u> 12,97	<u>0,54</u> 1,09	<u>16,78</u> 7,1
Новатэк	183,65	2,91	33,52

*Примечание.* См. табл.2.

зывается позитивным (табл.4). Корреляция между средней ценой акций компаний за период и средней величиной дивидендов на акцию составляет 0,994, однако корреляция со средней долей дивидендов в прибыли за период по-прежнему незначительна – 0,108.

Основное влияние на цену акций и их доходность оказывают объективные параметры их деятельности. Какой же смысл имеет доля прибыли, распределяемая в виде дивидендов? На наш взгляд, основной целью ее регулирования должно быть поддер-

Доля дивидендов в прибыли в 2010 г., %

Российские компании	Доля дивидендов	Компании США	Доля дивидендов
Газпром	25,00	Exxon Mobil	20,96
Лукойл	18,25	Chevron	21,05
Роснефть	9,21	ConocoPhillips	27,53
Сургутнефтегаз	13,91	Marathon	37,93
Новатэк	30,15	Occidental Petroleum	19,22
		Hess Corporation	7,18

Примечание. Рассчитано по данным официальных сайтов компаний, а также [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance)

жание определенного соотношения между рыночной оценкой предприятия и его чистыми активами. Если текущие собственники предприятия заинтересованы в увеличении его рыночной капитализации, то позиция менеджмента может быть другой. Когда рыночная стоимость предприятия значительно превышает стоимость его чистых активов, собственники могут совершить арбитражную операцию, продав свою долю выше ее балансовой цены. Такой сценарий неблагоприятен не только для менеджера, который с приходом новых собственников может лишиться места, но и для самих новых собственников. Разница между рыночной ценой фирмы и стоимостью ее чистых активов будет отражена как «гудвилл» и сразу или постепенно списана [2].

Отрицательный «гудвилл» также неблагоприятен с точки зрения менеджмента, поскольку в таком случае предприятие может быть выкуплено у действующих собственников дешевле своей истинной стоимости. Однако чтобы такой сценарий был реализован, действующие собственники должны быть не заинтересованы в продолжении владения акциями предприятия, например, когда по ним отсутствуют дивиденды. В долгосрочной перспективе это означает, что предприятие нерентабельно. Поэтому мы не будем далее рассматривать этот случай.

В долгосрочной перспективе темпы роста цены акций не должны превышать темпов роста чистых активов предприятия:

$$\bar{r}_p \leq \bar{r}_a (1 - \delta),$$

где  $\bar{r}_a$  – ожидаемая рентабельность чистых активов предприятия;  $\delta$  – доля чистой при-

были, распределяемая в виде дивидендов и определяющая верхнюю границу для коэффициента дивидендных выплат,

$$\delta \leq \left( 1 - \frac{\bar{r}_p}{\bar{r}_a} \right).$$

Примечательно, что коэффициент выплат имеет верхнюю границу, но не имеет нижней (кроме, разумеется, того, что он не может быть меньше нуля). Это говорит о том, что стимул к его повышению (или понижению) может состоять только в необходимости конкуренции за инвестора. При этом недостаточная конкуренция на рынке и ассиметричное положение эмитентов, может позволять одним распределять в виде дивидендов малую часть своей прибыли и вынуждать других поддерживать завышенный коэффициент выплат. В то время как предприятия нефтегазовой отрасли выплачивают в виде дивидендов, как правило, не более 30 % прибыли, предприятия энергетики в некоторые годы выплачивали 80-90 % [3, с.34; 5, с.138]. Примечательно и то, что доля дивидендов в прибыли российских компаний нефтегазовой отрасли в большинстве случаев ниже доли дивидендов в прибыли американских компаний (табл.5). Среди российских компаний стабильно большую долю в прибыли выплачивает лишь «Новатэк». Как видно из табл.1 среди приведенных в ней шести компаний «Новатэк» имеет самые высокие зарубежные обороты своих акций по отношению к оборотам на отечественных фондовых биржах. Высокую долю дивидендов в прибыли в 2010 г. имел и «Газпром». Однако, судя по данным о среднем значении этого показателя (см. табл.4),

это, скорее, исключение. Среди компаний США долю дивидендных выплат ниже российских компаний имеет лишь «Hess Corporation», но она имеет и самую низкую рыночную капитализацию (19,87 млрд долларов в 2010 г.).

Можно ожидать, что попытка конкурировать за ресурсы мирового финансового рынка заставит российские компании нефтегазового сектора повысить долю дивидендов в прибыли. Это влечет за собой две проблемы. Во-первых, как показывают расчеты, рентабельность собственных средств предприятий российского нефтегазового сектора в годы, когда рынок стабилен, заметно ниже курсовой доходности их акций. В результате верхняя граница дивидендных выплат оказывается ниже нуля, что говорит о хронической переоценке этих предприятий, связанной с тем исключительным местом, которое отрасль занимает в российской экономике.

Вторая проблема состоит в том, что увеличение доли дивидендов в прибыли влечет за собой либо уменьшение числа инвестиционных проектов, либо увеличение доли заемных средств в финансировании деятельности предприятия. Финансовый рычаг увеличит рентабельность чистых активов, что смягчит проблемы переоценки предприятий. Однако повысятся и финансовые риски, к чему могут оказаться не готовы ни менеджмент предприятий, ни инвесторы, которых в значительной мере привлекает

именно стабильность предприятий нефтегазового сектора.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. *Гурвич Е.* Нефтегазовая рента в российской экономике // Вопросы экономики. 2010. № 11. С.4-24.
2. *Ковалев В.В.* Гудвилл как бухгалтерская категория // Бухгалтерский учет. 2005. № 8. С.52-59.
3. *Кондратьев Н.И.* Анализ распределения прибыли российских корпораций // Вестник Тамбовского государственного университета. 2011. Вып.3 (95). С.33-40.
4. *Ружанская Л.* Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов / Л.Ружанская, С.Лукьянов // Вопросы экономики. 2010. № 3. С.132-146.
5. *Силова Е.С.* Дивидендная политика российских корпораций // Вестник Челябинского государственного университета. 2010. № 6 (187). С.136-143.
6. Roubini: Slowdown Brings Forward New Crisis / <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-06/roubini-says-global-economic-slowdown-accelerating-next-financial-crisis.html>

#### REFERENCES

1. *Gurvich E.* Natural Rent in the Russian Oil and Gas Sector // *Voprosy Ekonomiki*. 2010. N 11. P.4-24.
2. *Kovalev V.V.* Goodwill as an Accounting Category // *Accounting*. 2005.N 8. P.52-59.
3. *Kondratyev N.I.* Analysis of Profits Distribution of Russian Corporations // *Bulletin of the Tambov State University*. 2011. Iss.3 (95). P.33-40.
4. *Ruzhanskaya L., Lukyanov S.* Dividend Policy of Russian Companies and the Investors' Interests // *Economic problems*. 2010. N 3. P.132-147.
5. *Silova E.S.* Russian Corporations' Dividend Policy // *Bulletin of the Chelyabinsk' State University*. 2010. N 6 (187). P.136-143.
6. Roubini: Slowdown Brings Forward New Crisis / <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-06/roubini-says-global-economic-slowdown-accelerating-next-financial-crisis.html>