

С.Ю. Сидельникова

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА
В РОССИИ:
взгляд инсайдера



СТАТУТ
МОСКВЫ 2026

УДК 347.7
ББК 67.404.013.11
С34

Рецензенты:

М.Н. Илюшина, доктор юридических наук, профессор, зав. кафедрой гражданского и предпринимательского права Всероссийского государственного университета юстиции (РПА Минюста России), заслуженный юрист РФ;

И.С. Шиткина, доктор юридических наук, профессор кафедры предпринимательского права Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Сидельникова, Светлана Юрьевна.

С34 Дивидендная политика в России: взгляд инсайдера /
С. Ю. Сидельникова. — Москва : Статут, 2026. — 160 с.

ISBN 978-5-8354-2175-6 (в пер.)

В настоящей работе освещаются вопросы становления дивидендной политики российских компаний с учетом исторического, в том числе иностранного, опыта, раскрываются подходы российских корпораций к вопросам выплаты дивидендов в первой четверти XXI в., анализируется влияние на дивидендную политику государственного регулирования, международной экспансии российского бизнеса. Наряду с этим исследуются проблемные вопросы правового регулирования, предлагаются пути совершенствования корпоративного законодательства по вопросам распределения прибыли корпораций.

Издание предназначено для студентов, аспирантов, преподавателей юридических и экономических вузов и факультетов, научных сотрудников и может быть интересно руководителям корпораций, отвечающим за распределение прибыли, а также финансовым менеджерам, корпоративным секретарям, юристам.

УДК 347.7
ББК 67.404.013.11

ISBN 978-5-8354-2175-6

© Сидельникова С. Ю., 2026
© Редподготовка, оформление. Издательство «Статут», 2026

ВВЕДЕНИЕ

Как отмечают Х. Кент Бейкер и Гэри Э. Пауэлл¹, дивидендная политика является одним из самых дискуссионных вопросов экономики. Дивидендная политика, или *dividend payment behavior*, — это результат многолетней, а иногда и вековой истории, зафиксированной во множестве источников, отражающих путь корпораций от их появления до наших дней.

Российский рынок капитала характеризуется относительной молодостью. После почти 70-летнего перерыва в XX в. в нашей стране вновь появился частный бизнес. Благодаря широкомасштабной приватизации многие граждане и юридические лица приобрели новый для себя статус акционеров. Появление бирж привело к формированию нового круга участников рынка — частных и институциональных инвесторов.

До 1917 г. Россия шла в ногу со временем, развивалось гражданское и торговое право, действовали многочисленные товарищества и акционерные общества, формировалась биржевая торговля. Как отмечает П.В. Лизунов, первая биржа была создана Петром I, а в конце XIX в. Россию охватила «настоящая спекулятивная игра с бумагами новых акционерных компаний»². Российские юристы и экономисты уже тогда разрабатывали для таких компаний правила раскрытия информации и защиты инвесторов³. Однако в результате радикального изменения социально-экономической модели дальнейшее развитие корпоративной формы бизнеса было прервано на десятилетия.

Возвращение через 70 лет частной собственности, в том числе на средства производства, вызвало необходимость разработки новых правовых форм хозяйствования. По данным А.Ю. Михайлова, «за

¹ См.: Baker H. Kent, Powell Gary E. How Corporate Managers View Dividend Policy // Quarterly Journal of Business and Economics. 1999. March 22. P. 17.

² Лизунов П.В. Российское общество и фондовая биржа во второй половине XIX — начале XX в. // Экономическая история: Ежегодник. 2005. М.: Рос. полит. энц. (РОССПЭН), 2005. С. 257–288. URL: <https://www.hist.msu.ru/Banks/papers/lizunovrubshibirzh.htm> (дата обращения: 19.02.2026).

³ См., например: Розенберг В.А. Принципы публичности и публичной отчетности в современном торговом праве. СПб., 1910. С. 53.

1992–1994 гг. было приватизировано около 110 тыс. предприятий (50% имевшихся на 01.01.1992). Зарегистрировано 25 тыс. акционерных обществ на базе госпредприятий»¹. Однако возникшие структуры часто не имели устойчивой нормативной базы, институциональной памяти и тем более зрелого корпоративного управления.

Последующие кризисные события нашей истории, к сожалению, не способствовали массовому интересу новых владельцев к рынку ценных бумаг, а сами акции зачастую не приносили никакого дохода, обесценивая в глазах граждан саму идею инвестирования в инструменты финансового рынка.

Современные российские корпорации продолжают функционировать в условиях наследия этих процессов, но сегодня, спустя более чем 30 лет, российское общество находится на той стадии, когда изменения в отношениях «частный акционер — корпорация» с одной стороны и «частный акционер — государство» с другой не только достигли некоторого равновесия, но и совершенствуются под влиянием эволюционных, технологических, политических и экономических факторов.

За эти непростые 30 прошедших лет в России, надо признать, не удалось создать емкий рынок ценных бумаг, который не зависел бы от присутствия иностранных инвесторов, в том числе способных одномоментно обрушить рынок своими действиями. Профессор Я.М. Миркин неоднократно говорил о рисках присутствия иностранцев на нашей бирже: «...лоцман должен знать свои мели и уметь их обходить»². К сожалению, российские инвесторы неоднократно становились свидетелями резких падений российского рынка из-за ухода иностранных инвесторов.

За последние 10 лет российское государство столкнулось с невиданными ранее внешнеполитическими и внешнеэкономическими вызовами: против российских физических и юридических лиц начиная с 2014 г. были введены меры ограничительного характера, такие как заморозка активов, визовые ограничения, что вначале практически не отразилось на экономических отношениях, связанных с обменом активами и торговлей финансовыми инструментами на организованных торгах. Так, несмотря на ограничения со стороны недружественных

¹ Михайлов А.Ю. Приватизация в России: мифы и реальность // Всероссийский экономический журнал. 2011. № 3. С. 7.

² «Мы до странности открытая страна», — экономист Яков Миркин об иностранцах в экономике РФ // Блог dk: сайт. URL: <https://www.dk.ru/news/my-do-strannosti-otkrytaya-strana-ekonomist-yakov-mirkin-ob-inostrantsah-v-ekonomike-rf-237040098> (дата обращения: 19.02.2026).

государств по отношению к российскому бизнесу и политической системе, на российской бирже торговались акции американских компаний Raytheon Technologies Corporation и Lockheed Martin Corporation, выпускающих оружие и военную технику¹.

Последнее потрясение, отразившееся на состоянии российского рынка ценных бумаг, произошло после начала специальной военной операции России в 2022 г. и введения ограничительных мер против нашего государства со стороны бывших партнеров, которые получили новый статус недружественных государств. Тесные до этого связи бирж и учетных институтов на рынке ценных бумаг распались, депозитарные мосты, благодаря которым российские финансовые институты были интегрированы в мировую финансовую систему, разрушены. Евро-союз в качестве основного принципа своего взаимодействия с нашим государством провозгласил принцип международной изоляции². Прекратилась даже рабочая переписка на уровне менеджера российского эмитента — менеджера иностранной биржи в силу запрета со стороны последней.

12 июня 2024 г. Московская биржа была включена в SDN-лист США.

Россия в ответ на нарастание ограничительных мер вводила ответные меры государственного реагирования. Федеральные законы³ от 30 декабря 2006 г. № 281-ФЗ «О специальных экономических мерах и принудительных мерах» (в ред. от 15.12.2025), от 28 декабря 2010 г. № 390-ФЗ «О безопасности» (в ред. от 10.07.2023) и от 4 июня 2018 г. № 127-ФЗ «О мерах воздействия (противодействия) на недружественные действия Соединенных Штатов Америки и иных иностранных государств» (в ред. от 08.08.2024), а также соответствующие указы Президента РФ создали инструментарий для адаптации корпоративных механизмов к внешнеполитическим угрозам. Начался новый этап развития рынка ценных бумаг, к особенностям которого можно отнести многочисленные правила и ограничения, главным образом связанные с резидентством участников рынка ценных бумаг, сегрегацией мирового финансового рынка.

¹ Из личного опыта автора, в инвестиционный портфель которого робот одного из крупнейших российских брокеров купил эти ценные бумаги.

² См.: *Vanessa Cuevas Herman*. EU-Russia relations. 11-2025. URL: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/177/russia> (дата обращения: 19.02.2026).

³ Здесь и далее все нормативные правовые акты и судебная практика приводятся по СПС «КонсультантПлюс», если не указано иное.

Вместе с процессами дезинтеграции с западными странами параллельно развивались связи государств Глобального Юга, в том числе в направлении развития финансовых систем, а также внутренние институциональные процессы.

Несмотря на практически полное отсутствие периодов спокойствия за постсоветский период и небольшую капитализацию по сравнению с крупнейшими биржами мира, можно сказать, что рынок ценных бумаг в России состоялся, а «отключение» России от западного рынка в какой-то степени даже принесло положительные результаты.

Некоторые факты могут показаться удивительными.

По данным Банка России, в период с 2020 по 2025 г. число индивидуальных инвестиционных счетов (далее – ИИС) выросло с 3,5 до 6,4 млн, а активы, находящиеся на этих счетах, увеличились с 375,6 до 888 млрд руб.¹ Средний возраст клиентов брокерских компаний – от 37 до 48 лет, средний размер портфеля – от 0,2 до 1 млн руб., при этом 88% клиентов открывают брокерские счета онлайн². По данным Московской биржи, по состоянию на 6 сентября 2024 г. количество частных инвесторов превысило 33 млн человек³. Личный опыт работы автора в одной из крупнейших энергетических компаний России в должности руководителя подразделения, отвечающего в том числе за взаимодействие с биржей, показывает за период с начала 2022-го по начало 2023 г. рост числа зарегистрированных лиц в реестре акционеров (с раскрытием номинальных держателей) примерно в 1,5 раза за счет прироста физических лиц.

По данным Московской биржи⁴, последние три года наблюдается бум первичных публичных размещений акций (далее – IPO⁵): в 2023 г. на Московской бирже состоялось восемь IPO, в 2024-м – 13, в 2025-м – три. Как справедливо отмечает К.А. Карпов, рост количества IPO

¹ См.: Тенденции сегмента индивидуальных инвестиционных счетов в IV квартале 2025 года / Банк России: офиц. сайт. URL: https://cbr.ru/analytics/rcb/rcbiis_4q_2025/ (дата обращения: 19.02.2026).

² См.: Портрет розничного инвестора по итогам первого полугодия 2022 года // Банк России: офиц. Сайт. URL: https://cbr.ru/analytics/rcb/port_inv/ (дата обращения: 19.02.2026).

³ См.: Количество частных инвесторов на Московской бирже превысило 33 млн человек. 06.09.2024 // Московская биржа: сайт. URL: https://www.moex.com/n72763?utm_source=www.moex.com (дата обращения: 19.02.2026).

⁴ См.: Календарь IPO // Московская биржа: сайт. URL: <https://www.moex.com/s3767> (дата обращения: 19.02.2026).

⁵ *Initial Public Offer* (пер. с англ.).

во многом вызван внутренним спросом на финансовые инструменты после сокращения внешнего взаимодействия¹. Можно констатировать формирование долгожданного класса российского инвестора, над задачей создания которого Банк России совместно с Правительством РФ работал долгие годы.

Параллельно с созданием рынка ценных бумаг усилиями сотрудников Банка России, юристов компаний, юридических консультантов, ученых-правоведов совершенствовались стандарты в сфере корпоративного управления. Развитие получили нормы, обязывающие компании информировать инвесторов о результатах работы и действовать добросовестно, обеспечивать механизмы реализации их прав.

В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г. (далее — Стратегия) отмечается: «Несмотря на то, что на фоне санкций российский финансовый рынок столкнулся с заметными сложностями и вопросами, ряд из которых еще предстоит решить, санкции не могут нивелировать те позитивные изменения, которые произошли в предыдущие годы на финансовом рынке»². К числу таких изменений наряду с экономическими изменениями и цифровизацией Стратегия относит повышение финансовой грамотности и формирование ответственного поведения участников финансового рынка. В целях стимулирования IPO в России Стратегия предусматривает снижение регуляторных барьеров и принятие мер по настройке корпоративного управления и использование «мягкого регулирования» в форме рекомендаций и стандартов.

Одним из ключевых документов в области стандартов корпоративного управления в связи с выходом российских корпораций на рынок капитала является Кодекс корпоративного управления, рекомендованный к применению регулятором российского рынка ценных бумаг (далее — ККУ)³.

Именно ККУ стал тем документом, благодаря которому происходит «донастройка» правил корпоративного управления до уровня, позволяющего акционеру, инвестору реализовать свои права, а акционерному обществу — до уровня, на котором оно вынуждено созда-

¹ См.: *Карпов К.А.* Финансово-правовое регулирование процедуры первичного публичного и вторичного размещения ценных бумаг в Российской Федерации // *Финансовое право*. 2024. № 3. С. 24—26.

² См.: Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2022 г. № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года» (ред. от 23.12.2023).

³ См.: Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

вать необходимые для неукоснительной реализации прав акционера правила и их соблюдать.

Вместе с тем не только надлежащий уровень корпоративного управления является фактором, обеспечивающим интерес инвесторов на рынке. В первую очередь таким фактором выступает доходность вложений в инвестиционный инструмент. Как отмечается в Стратегии, стабильный дивидендный поток, наряду с высокими темпами роста, как раз и является тем фактором, который влияет на процесс интенсификации вложений гражданами и институциональными инвесторами капитала в российские акции.

Двадцатипятилетние наблюдения автора за дивидендной политикой российских корпораций свидетельствуют о существенном изменении подхода к вопросу дивидендных выплат; итоги этих наблюдений представлены в настоящей работе.

В условиях трансформации российского корпоративного права и усиления роли частного инвестора вопросы дивидендной политики приобретают особую значимость. Дивидендная политика — это не только внутренний нормативный документ корпорации, но и инструмент стратегического взаимодействия с акционерами, влияющий на устойчивость и инвестиционную привлекательность компании, раскрывающий экономическую политику корпорации по распределению прибыли и отражающий экономическую сущность через правовую форму. Вопрос о распределении прибыли не является только лишь вопросом права: это ключевой сущностный запрос акционера к корпорации, в зависимости от ответа на который такой акционер зачастую принимает решение о приобретении акции. Без учета взаимосвязи корпоративных и экономических отношений иногда появляются законопроекты, предусматривающие обязанность корпораций утверждать дивидендную политику¹ или выплачивать дивиденды², тогда как дан-

¹ См., например, законопроект, разработанный Минэкономразвития, предусматривающий обязанность публичных акционерных обществ утверждать дивидендную политику. URL: <https://regulation.gov.ru/projects/139070/> (дата обращения: 15.07.2025).

² См.: законопроект № 519348-7 «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах” и статью 17 Федерального закона “О государственных и муниципальных унитарных предприятиях”» (об обязательной выплате 50 процентов чистой прибыли акционерного общества в качестве дивидендов). URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/519348-7> (дата обращения: 19.02.2026); Законопроект № 946753-7 «О внесении изменения в Федеральный закон “Об акционерных обществах” в части установления норматива по выплате дивидендов в размере не менее 50 процентов чистой прибыли в отношении обществ, более пятидесяти процентов акций в уставном капитале которых находится в государственной собственности

ный вопрос должен решаться на микроуровне с учетом минимизации внешних по отношению к корпорации факторов.

Отсутствие устоявшейся практики в России, недостаточное нормативное регулирование, а также слабая взаимосвязь между экономическими, стратегическими и правовыми подходами создают потребность в комплексном научном исследовании данного института с учетом в том числе опыта стран общего права, не всегда применимого в силу различия правовых систем, но необходимого для изучения и использования в тех случаях, где это возможно, наряду с опытом европейских стран.

Несмотря на большое количество публикаций, затрагивающих проблематику дивидендной политики, на сегодняшний день существует ряд неопределенностей и противоречий в законодательстве и практике его применения, что оказывает негативный эффект на баланс интересов участников корпоративных отношений: мажоритарных и миноритарных участников, корпорации. Складывающийся дисбаланс, вызывающий негативный экономический результат от участия и корпоративные споры, на сегодняшний день не имеет эффективных правовых механизмов его преодоления. В работе сделана попытка на основании исторических данных, современных статистических данных, судебной практики выявить основные проблемы, связанные с распределением прибыли, *lacunarum iuris* и коллизии в правовом регулировании и предложить концептуальные решения по его совершенствованию. Автор не претендует на охват всего спектра вопросов, связанных с проблемными вопросами правового регулирования дивидендной политики, ввиду постоянного развития этого института по причине непрерывного и все ускоряющегося развития общественных отношений. Кроме того, за рамками работы остался комплексный анализ экономических отношений и правового регулирования выплат по привилегированным акциям в связи с относительно небольшим объемом их использования в практике корпораций. Следует, однако, отметить небольшой рост применения этого инструмента публичными корпорациями, в том числе за счет появления международных компаний.

В настоящей работе сделана попытка анализа правоприменения, его проблем и тенденций в области распределения прибыли участникам корпораций.

или муниципальной собственности». URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/946753-7> (дата обращения: 19.02.2026).

Эмпирической базой исследования является практика российских акционерных обществ (преимущественно публичных), в том числе полученная автором во время работы в публичных корпорациях, и судебная практика.

Отдельные положения монографии были ранее апробированы в виде статей в научных изданиях¹, а также зафиксированы в Положении о дивидендной политике одного из публичных акционерных обществ.

Монография будет полезна всем тем, кто интересуется корпоративным правом и управлением, а также специалистам по корпоративным финансам.

¹ См.: Сидельникова С.Ю. Дивиденды: источники и база // Российский юридический журнал. 2025. № 1 (160); Она же. О вопросах соотношения корпоративного права и экономики // Право и экономика. 2025. № 7 (449); Она же. Дивиденды: формы выплаты и ограничения // Закон. 2025. № 5; Она же. Акционерные общества в СССР и РСФСР // Журнал российского права. 2025. Т. 29. № 11.

ГЛАВА I. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА: ИСТОКИ И РАЗВИТИЕ

§ 1.1. Генезис института дивиденда

Слово «дивиденд» происходит от латинского *dividendum* — то, что подлежит разделу¹. Г.Ф. Шершеневич указывал, что дивиденд, как показывает само название (*quod dividendum est*), представляет ту часть дохода, которая подлежит разделу между акционерами².

Современные экономисты (Дж. М. Франкфуртер, Боб Дж. Вуд, У. Джеймс) определяют дивиденд как распределение прибыли (прошлых лет или текущей) в виде имущества среди акционеров компании пропорционально их доле в капитале³. Дивиденд изначально представляет собой механизм коллективного участия в прибыли корпорации. Его прообразы обнаруживаются еще в Древней Греции и Риме. В частности, в Древнем Риме действовали *societates vectigalium publicanorum* (общества мытарей), построенные по принципу объединения капиталов и получившие от государства откупы и подряды. Высшим органом таких обществ было общее собрание. А.И. Каминка считал, что в этих организациях прослеживается «первое проявление принципов акционерного строя, проявление еще далеко не полное, не оцененное... по достоинству, но тем не менее настолько ясное, что его можно открыть и в настоящее время, несмотря на всю скудость дошедших до нас сведений...»⁴.

Н.С. Суворов выделял ключевые черты *universitates* как прообразов корпоративных структур: имущественная обособленность, способность выступать в суде от собственного имени, а не от имени

¹ См.: Online Etymology dictionary. Douglas Harper. 2001. Retrieved on 2006-11-09. URL: <http://www.etymonline.com/index.php?search=dividend&searchmode=none> (дата обращения: 19.02.2026).

² См.: Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Т. I. Введение. Торговые деятели. М., 2003. С. 433.

³ См.: Frankfurter George M., Wood Bob G., Wansley James. Dividend policy. Theory and practice. Academic press, 2003. P. 3.

⁴ Каминка А.И. Акционерные компании. СПб., 1902. С. 78.

участников, возможность наследовать¹. Адольф Бергер отмечает аналогию терминов *collegia*, *corpus*, *universitas*, *societas* и возможность этих сообществ принимать акты регулирования для их членов, создавать фонды, иметь представителя и указывает на принцип обособления имущества таких сообществ от имущества их членов². Большинство исследователей римского права не находят, однако, прямых доказательств существования юридических лиц как самостоятельной правовой категории.

В Средние века — с открытием новых морских путей в Индию и Америку, с развитием межконтинентальных торговых связей — появились условия для появления коллективных форм капитала. Считается, что наиболее близкими к современным акционерным обществам были морские компании Италии, капитал которых заключался в корабле. Учредитель (патрон) объявлял стоимость корабля и определял, на сколько частей будет разделено предприятие. Основные вопросы, касающиеся ведения дел таких компаний, решало собрание: плавание в нехристианские страны, ремонт корабля, передача командования, рассмотрение отчетов о ходе дел, распределение прибыли. Не до конца изучен вопрос об ответственности товарищей по долгам морской компании: неопровержимых доказательств действия принципа ограниченной ответственности не найдено. Прибыль распределялась после возвращения корабля из плавания. По сути, это были ликвидационные выплаты, а не дивиденды, тем не менее именно они заложили основы будущей модели.

Интересна история средневековых (XIV–XV вв.) генуэзских форм объединений инвесторов (*mahona*³), аналог современных акций которых (*loca*) как отчуждаемых прав участия в доходах, получаемых через систему налоговых концессий, закреплялся записями у нотариуса⁴.

Считается, что полноценные акционерные общества впервые возникли практически одновременно в Голландии и Англии.

¹ См.: Суворов Н.С. Об юридических лицах по римскому праву. М.: Печатня А.И. Снегиревой, 1900. С. 27–28.

² См.: Berger A. Encyclopedic Dictionary of Roman Law. Philadelphia: American Philosophical Society, 1953. С. 395. URL: <https://archive.org/details/Berger1953DictionaryOfRomanLaw/page/n63/mode/2up> (дата обращения: 19.02.2026).

³ *Mahona*, или *maona*, по свидетельству Стивена Эпштейна, означает в переводе с арабского *assistance* (помощь). См.: Epstein S. Genoa and The Genoese, 958–1528. University of North Carolina Press, 2001. P. 123. URL: <https://archive.org/details/epstein-geoa-and-the-geoese/page/122/mode/2up?q=mahona> (дата обращения: 19.02.2026).

⁴ См.: Каминка А.И. Указ. соч. С. 138.

Так, А.И. Каминка отмечает созданную в 1594¹ г. в Амстердаме компанию *Compagnie van Verre*, считающуюся одной из предшественниц знаменитой нидерландской Ост-Индской компании², которая была учреждена в 1602 г. По разным источникам, первый дивиденд был распределен акционерам Ост-Индской компании в 1604–1609 гг. за счет доходов от экспедиций. По свидетельству А.И. Каминки, средняя дивидендная доходность акционеров компании составляла 18% годовых³. В 1660 г. ее главными участниками было принято решение об освобождении самих себя от ответственности, и объединение лиц трансформировалось в объединение капиталов⁴.

В Англии в XVI–XVII вв. также возникли торговые компании. В частности, в 1526 г. англичанином итальянского происхождения Себастьяном Каботом было организовано товарищество, которое установило торговые отношения с Россией и получило название *Russia Company*⁵ (по другим данным — *Muscovy Company*⁶). По свидетельству Уильяма Скотта, в период с 1555 г. было создано несколько компаний для ведения бизнеса с Россией, которые просуществовали по 1669 г.⁷

В 1600 г. была основана английская Ост-Индская компания (*East India Company*), получившая привилегию торговать с Индией в течение 15 лет. Ее возникновение было связано с искусственным повышением голландской Ост-Индской компанией цен на перец. Компания имела права юридического лица, ее высшим органом управления являлось общее собрание участников. Каждый участник компании получал свидетельство, удостоверяющее его право на участие в предприятии и право на получение части чистой прибыли компании. Необходимо отметить, что чистая прибыль как источник подобных выплат уже была зафиксирована в уставах компаний тех времен. После отмены торговой монополии (*Charter Act 1833*) парламент обеспечил акционерную ком-

¹ См.: Dutch East India Company is founded // EBSCO Research Starters. 2022. URL: <https://www.ebsco.com/research-starters/history/dutch-east-india-company-founded> (дата обращения: 19/02/2026).

² См.: Каминка А.И. Указ. соч. С. 170.

³ Там же. С. 181.

⁴ Там же. С. 171.

⁵ Там же. С. 194.

⁶ См.: *Frankfurter George M., Wood Bob G., Wansley James*. Op. cit. P. 12.

⁷ См.: *Scott W.R.* The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720. Cambridge: University Press Press, 1910–1912. Vol. 3. P. 462. URL: <https://archive.org/details/constitutionfina03scotuoft/page/462/mode/2up?q=Muscovy> (дата обращения: 19.02.2026).

панию фиксированным дивидендом 10,5% годовых, финансируемых за счет налоговых поступлений от торговли с Индией, а не от прибыли¹.

С развитием акционерной формы возникла необходимость в правовых ограничениях. В английской правовой традиции оформились два принципа:

1) *The Profit rule*, предусматривающий запрет на выплаты из капитала, не признанного прибылью, и направленный на защиту прав кредиторов. Этот принцип был подтвержден в деле *Re Exchange Banking Co (Flitcroft's case, 1882)*², где суд обязал директоров, являвшихся акционерами, возместить ущерб, нанесенный компании в результате неправомерных выплат дивидендов;

2) *The Capital impairment rule*, ограничивающий выплаты акционерам за счет кредиторов, в том числе для оплаты собственных акций. Это правило, первоначально закрепленное судебной практикой XIX в., в настоящее время отражено в *Companies Act 2006*, где указано, что компания может осуществлять распределение только из прибыли, доступной для этой цели³.

Указанные принципы были призваны обеспечить баланс между интересами акционеров и кредиторов и также стали основой будущего регулирования подходов к дивидендной политике в странах общего права.

Успех морских компаний, основанных на акционерном устройстве, предопределил широкое распространение акционерной формы как в других сферах бизнеса (банковском, добывающем, транспортном), так и на других континентах, например в Америке, где история дивидендной политики наиболее изучена. Как свидетельствуют Ronald C. Lease, Kose John, Avner Kalay, Uri Loewenstein и Oded H. Sarig⁴, первая акционерная компания в Америке — *The Philadelphia Contributionship for the Insuring of Houses from Loss by Fire* — была ос-

¹ См.: Lester A. Compensation and Dividends: Protecting British Property during the Transformation of Empire // Blog SnapshotsofEmpire (University of Sussex). 2019. URL: <https://blogs.sussex.ac.uk/snapshotsofempire/2019/03/11/compensation-and-dividends-protecting-british-property-during-the-transformation-of-empire> (дата обращения: 19.02.2026).

² См.: Exchange Banking Company, In re; Flitcroft's Case [1882] UKLawRpCh 161; (1882) 21 ChD 519 (26 June 1882). URL: <http://www.commonlii.org/uk/cases/UKLawRpCh/1882/161.html> (дата обращения: 19.02.2026).

³ См.: Companies Act 2006. Part 23, Section 830. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/830> (дата обращения: 19.02.2026).

⁴ См.: Lease Ronald C., Kose John, Kalay Avner et al. Dividend Policy: Its Impact on Firm Value / Harvard Business School Press. Boston, Massachusetts. 1999. P. 17. По другим источникам, первой корпорацией была the New London Society United for Trade and Commerce,

нована Б. Франклином в 1752 г. и зарегистрирована в 1768 г. В 1781 г. в Уставе другой американской компании – The Bank of North America – была установлена норма о выплате регулярных дивидендов из прибыли по решению совета директоров. В XIX в. в США появились первые законодательные акты, регулирующие вопросы, связанные с определением и выплатой дивиденда. В частности, в Нью-Йорке в 1825 г. действовали нормы, запрещающие выплату дивидендов при наличии убытков до их покрытия¹.

Под влиянием акционерного лобби американский конгресс в 1936 г. принял Revenue Act², который обложил значительным налогом не распределенную на дивиденды прибыль компаний. В ответ на это корпорации увеличивали направление прибыли на дивиденды или объявляли экстрадивиденды, несмотря на резкое падение прибылей.

Начиная с 1980-х гг. в США наблюдалось устойчивое снижение дивидендной доходности и сокращение числа компаний, осуществляющих выплаты, что объяснялось как появлением новых форм стимулирования акционеров (например, обратный выкуп акций), так и ростом значимости долгосрочного роста капитала в стратегии инвестирования. Вместе с тем недавние исследования показывают преобладающую долю США (60%) в денежном выражении среди корпораций, выплачивающих дивиденды, а также устойчивый тренд на увеличение выплат³.

основанная в 1732 г. См.: *Baker H. Kent. Dividends and Dividend Policy.* John Wiley&Sons, Inc, New Jersey, 2009. P. 24.

¹ Например, такие условия содержал Акт об инкорпорации The La Fayette Insurance Company of the City of New-York от 8 апреля 1825 г. См.: *Laws of the State of New-York. Gould and banks, Law book-sellers, New-York. 1825.* URL: https://books.google.ru/books?id=gWZZAAAAAYAAJ&pg=PA483&hl=ru&source=gbs_selected_pages&cad=1#v=onepage&q=dividend&f=false (дата обращения: 19.02.2026).

² Revenue Act of 1936. Full Text of Law Approved. June 22, 1936. URL: <https://fraser.stlouisfed.org/title/commercial-financial-chronicle-1339/july-4-1936-552913?deep=true> (дата обращения: 19.02.2026).

³ См.: 2024 Dividend trends. Interim Report. S&P Global Market Intelligence. Aug 30, 2024. URL: <https://docs.yandex.ru/docs/view?tm=1764065147&tld=ru&lang=en&name=2024-dividend-trends.pdf&text=dividends%20trends%20in%20the%20USA&url=https%3A%2F%2Fcdn.ihsmarkit.com%2Fwww%2Fpdf%2F0924%2F2024-dividend-trends.pdf&lr=213&mime=pdf&l10n=ru&sign=e1cad8ea2ad266323c1a307d1e4a4866&keyno=0&nosw=1&serpParams=tm%3D1764065147%26tld%3Dru%26lang%3Den%26name%3D2024-dividend-trends.pdf%26text%3Ddividends%2Btrends%2Bin%2Bthe%2BUS%26url%3Dhttps%253A%2F%2Fcdn.ihsmarkit.com%2Fwww%2Fpdf%2F0924%2F2024-dividend-trends.pdf%26lr%3D213%26mime%3Dpdf%26l10n%3Dru%26sign%3De1cad8ea2ad266323c1a307d1e4a4866%26keyno%3D0%26nosw%3D1> (дата обращения: 19.02.2026).

§ 1.2. Истоки акционерной формы в России

Как отмечал А.И. Каминка, идея и процесс создания акционерных компаний были привнесены в Россию с Запада¹. Изначально интерес к акционерной форме капитала проявляли преимущественно правящие круги, а не купечество. Характерным примером господствующего скепсиса является широко известный ответ царя Федора Иоанновича на письмо английской королевы Елизаветы I с предложением разрешить русским купцам торговать в Англии: монарх выразил отсутствие заинтересованности в таких связях.

Перелом произошел при Петре I. Указом от 27 октября 1699 г. «О составлении купцами, как и в других государствах, торговых компаний» было открыто правовое пространство для создания первых российских компаний, основанных на принципе объединения капиталов. Исторический период, начало которого положено данным Указом, А.В. Павлюк назвал периодом «ускоренного меркантилизма», целью которого стало привлечение в российскую казну денежных средств, и первым этапом в развитии акционерного права в России².

Считается³, что первой российской акционерной компанией является учрежденная 24 февраля 1757 г. «Российская в Константинополе торгующая компания», просуществовавшая до 1762 г.

Один из наиболее ярких примеров ранней корпоративной практики в России — деятельность Российско-Американской компании (РАК), учрежденной Указом императора Павла I 19 июля 1799 г. в целях освоения Русской Америки. Предшественниками компании были несколько частных иркутских торговых объединений, осуществлявших промысел на побережье Северной Америки. Однако лишь после подписания соглашений с Великобританией о разграничении сфер влияния компания получила официальный статус с монопольным правом на ведение хозяйственной деятельности в регионе⁴. Учредителями и акционерами РАК стали в том числе представители императорской фамилии, включая Александра I. Российско-Американской компании посвящена

¹ См.: Каминка А.И. Указ. соч. С. 326.

² См.: Павлюк А.В. История становления и развития государственно-правового регулирования деятельности акционерных компаний в России (1618–2008 гг.) // Ученые труды Российской академии адвокатуры и нотариата. 2011. № 4 (23). С. 37.

³ См.: Каминка А.И. Указ. соч. С. 337.

⁴ См.: Как купцы стали хозяевами Русской Америки. URL: <https://histrf.ru/read/articles/kak-kuptsy-stali-khoziaevami-russkoi-amieriki?ysclid=m2jl1f9g0gr89l340443> (дата обращения: 19.02.2026).

большая экспозиция в Музее Мирового океана в г. Калининграде¹. Согласно источникам музея, помимо основной торговой деятельности, компания профинансировала 15 исследовательских морских кругосветных экспедиций. Кроме Аляски, российские поселения были основаны также в Калифорнии. По данным П. Тихменева, к 1820 г. основной капитал компании составлял 4 570 000 руб., а общая сумма выплаченных дивидендов за время ее деятельности – 4 157 000 руб.² Несмотря на значительные показатели доходности, в научной литературе и самих отчетах компании высказывалась критика по поводу монополизации рынка, неэффективности управления и деструктивного воздействия на местное население. Тихменев отмечал, что 60-летний период управления не привел к значимому развитию края и сопровождался формированием слоя «тунеядного ленивого нового класса» в учреждениях компании – креолов, а также деградацией островного населения, в частности алеутов. В то же время местное население пользовалось рядом значительных льгот, предоставленных Российской империей³. Как отмечает З.Б. Агаронов⁴, Компания была ликвидирована Высочайшим указом с нарушением ее устава, при отсутствии признаков банкротства и без решения собрания акционеров в 1881 г. в связи с убыточностью деятельности, продажей Аляски и сложной экономической и политической обстановкой.

К середине XIX в. акционерная форма получила наибольшее распространение в сфере железнодорожного, пароходного, банковского, страхового дела. По свидетельству Б. Тейлора, в 1913 г. на Санкт-Петербургской бирже основными секторами были: сектор железных дорог (40%); финансовый (38%); энергетический (14%)⁵. Как отмечал

¹ См.: Официальный сайт Музея Мирового океана. URL: <https://world-ocean.ru> (дата обращения: 19.02.2026).

² См.: Тихменев П. Историческое обозрение образования Российско-Американской компании и действий ее до настоящего времени. Часть I, 1861 г. и часть 2, 1863 г. С тремя портретами первых деятелей компании и тремя картами. СПб.: Тип. Морск. м-ва, 1864. С. 8.

³ См.: Отзыв Комитета Российско-Американской компании на заключения составленного при Министерстве финансов Комитета об устройстве российско-американских колоний. СПб., 1865. С. 22.

⁴ См.: Агаронов З.Б. Торгово-финансовые отношения между Российской империей и США: организационно-правовые формы: конец XVIII – начало XX в.: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2011. С. 11.

⁵ См.: Taylor B. The Russian Stock Market before the Revolution. March, 2018. URL: <https://www.finaeon.com/the-russian-stock-market-before-the-revolution> (дата обращения: 19.02.2026).

А.И. Каминка, помимо масштабов привлекаемого капитала, компании отличались грандиозными злоупотреблениями¹. Необходимо отметить, что учреждение акционерных компаний в дореволюционной России носило разрешительный характер и осуществлялось через Высочайшее утверждение².

Российское дореволюционное законодательство не предусматривало унификации и регламентации порядка выплаты дивидендов. В большинстве случаев данный порядок определялся в уставах компаний. Исключение составляли частные страховые компании: до полной оплаты резервного капитала размер дивидендов не мог превышать 7% чистой прибыли, а до погашения расходов организационных расходов – 6%³. Проект Гражданского уложения Российской империи 1905 г.⁴ закреплял возможность распределения дивидендов по решению собрания акционеров в размере, установленном уставом. Часть прибыли, превышающая пять или более процентов от номинальной (« нарицательной») стоимости акции, могла быть направлена на формирование запасного или иных капиталов (фондов). Статья 2307 проекта содержала запрет на установление фиксированного процента дивидендов от номинальной стоимости акции⁵ в уставе, за исключением случаев дохода на время «подготовительных работ по устройству предприятия» и не свыше трех лет после его учреждения. Такой подход может быть оценен как элемент охраны прав акционеров: он обеспечивал гибкость в определении размера выплат при изменяющейся прибыли компании. К сожалению, Гражданское уложение так и не было принято.

Как отмечает Б. Тейлор, дивидендная доходность российских компаний после 1885 г. составляла от 4 до 5 процентов и была сравнима с аналогичным показателем в других государствах⁶.

¹ См.: Каминка А.И. Указ. соч. С. 16.

² Такой порядок учреждения акционерных компаний предусмотрен, например, в Манифесте Александра I от 1 января 1807 г. (см.: Каминка А.И. Указ. соч. С. 363). Впрочем, компании создавались при участии государства еще со времени Древнего Рима. См., например: Римское частное право: учебник / кол. авторов; под ред. И.Б. Новицкого, И.С. Перетерского. М.: КНОРУС, 2014. С. 136.

³ См.: Законы гражданские. Т. X. Ч. 1. Ст. 2169, 2182.

⁴ Проект Гражданского уложения Российской империи, 1905 г. // Россия: Библиотека Пашкова (constitutions.ru). Ст. 2306. URL: <https://constitutions.ru/?p=4930&ysclid=m2de12hak6291046147> (дата обращения: 19.02.2026).

⁵ Хотя прямо это не указано в тексте законопроекта, но следует из контекста.

⁶ См.: Taylor B. Op. cit.

Источником правовых воззрений в дореволюционной науке остаются труды Г.Ф. Шершеневича. Он подчеркивал, что дивиденд должен выплачиваться исключительно из чистой прибыли, определенной по годовому балансу. Описывая порядок его определения, ученый отмечал, что «единственно правильным следует признать получение дивидендов из чистой прибыли, как она определяется годовым балансом». В уставах при этом могли предусматриваться механизмы предварительного и супердивиденда (дополнительной доли чистой прибыли, распределяемой после всех отчислений в фонды и резервы)¹. Значительный вклад в развитие корпоративного права и учения о дивидендах внесли также Л.И. Петражицкий, Е.Ф. Канкрин и другие видные представители правовой науки.

§ 1.3. Советский период развития акционерной формы

В «Большой советской энциклопедии» утверждается, что «“дивидендная политика” крупных акционерных обществ направлена на поддержание устойчивого биржевого курса акций, с некоторой тенденцией к его повышению. Наряду с крупными явными резервами устойчивость дивиденда укрепляет биржевой курс акций и повышает кредитоспособность акционерного общества, что расширяет возможность кредитования и финансирования. В то же время все это служит огромному личному обогащению хозяев акционерного общества <...> Рост дивиденда — один из показателей увеличения доходов паразитического слоя рантье»².

Несмотря на указанную выше цитату, архивные документы свидетельствуют не только о востребованности акционерной формы в СССР, но и о развитии правовой мысли с учетом дореволюционного российского права и иностранного правоприменения.

Можно выделить следующие периоды существования акционерной формы в СССР и РСФСР³.

¹ См.: *Шершеневич Г.Ф.* Указ. соч. С. 433—434. Ученый писал: «...уставом определяется, что из полученной прибыли отчисляется известный размер дивиденда (предварительный дивиденд), а из оставшейся разности вычитается определенная сумма для образования запасного капитала, если же получится еще остаток, то он снова делится между акционерами. Эта доля прибыли носит название супердивиденда (дополнительный дивиденд)».

² См.: БСЭ. URL: <https://b-se.ru/Bse/GOGO-KONG/0818.htm> (дата обращения: 19.02.2026).

³ Более подробно см.: *Сидельникова С.Ю.* Акционерные общества в СССР и РСФСР // Журнал российского права. 2025. № 11. С. 89—101.

1917–1921: национализация

В первые дни после Октябрьской революции были сделаны шаги, направленные на реализацию «апрельских тезисов» В.И. Ленина, в том числе на переход к контролю Совета народных комиссаров (СНК) за общественным производством и распределением продуктов. Декретами СНК оформлялись решения о национализации заводов и фабрик и конфискации имущества действующих в России обществ. На первом этапе такие решения принимались в связи с их задолженностью по платежам в бюджет, в результате оставления имущества предприятия «на произвол судьбы», а также в качестве санкции за саботаж исполнения решений новой власти¹. 14 декабря 1917 г. была объявлена национализация всех банков.

29 октября 1917 г. был издан Декрет СНК РСФСР «О прекращении платежей по купонам и дивидендам», в соответствии с которым были запрещены все сделки с ценными бумагами и выплаты по ним до определения порядка национализации имущества². В 1918 г. крупнейшие предприятия горной, металлургической, металлообрабатывающей и прочей промышленности на основании Декрета СНК о национализации крупнейших предприятий промышленности и железнодорожного транспорта от 28 июня 1918 г. были национализированы, однако оставлены во временном арендном пользовании прежних владельцев с правом получения ими дивидендов с последующим «устранением» старой фабрично-заводской администрации³. В.Н. Ключкова отме-

¹ См., например: Декрет СНК от 9 декабря 1917 г. «О конфискации и объявлении собственностью Российской Федерации всего имущества акционерного Симского общества горных заводов» // Собрание узаконений и распоряжений правительства за 1917–1918 гг. Управление делами Совнаркома СССР. М., 1942. С. 56. URL: <https://istmat.org/node/28038> (дата обращения: 19.02.2026).

² Принятие данного Декрета не означало прекращение существования ценных бумаг как объектов гражданского права. 18 апреля 1918 г. был издан Декрет СНК СССР «О регистрации акций, облигаций и прочих процентных бумаг», отменяющий систему ценных бумаг на предъявителя и устанавливающий порядок обязательной регистрации акций. Декретом устанавливалось, что владельцы ценных бумаг, зарегистрировавшие их в любом отделении Народного (Государственного) Банка Российской Советской Республики, будут иметь право на получение соответствующего вознаграждения в случае национализации предприятий, держателями акций или иных ценных бумаг которых они являются (см. текст Декрета: URL: <https://istmat.org/node/29196?ysclid=m35qd1lu8e925314634> (дата обращения: 19.02.2026)).

³ См.: Батурин Н., Коганович Л., Сапронов Т. и др. Пять лет власти Советов. М.: Изд. ВЦИК, 1922. С. 304. URL: https://istmat.org/files/uploads/44242/pyat_let_vlasti_sovetov_0.pdf (дата обращения: 19.02.2026).