Соколова Виктория Андреевна
студентка
Научный руководитель
Церцеил Юлия Сергеевна
канд. экон. наук, доцент
ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова»
г. Москва

DOI 10.31483/r-171289

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ КАК ФАКТОР ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ И ДИВИДЕНДНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «ТРАНСНЕФТЬ»)

Аннотация: *в статье исследуется специфика управления денежными потоками в капиталоемких компаниях с регулируемыми тарифами. На примере ПАО «Транснефть» за 2023–2025 гг. проанализировано расхождение между бухгалтерской прибылью и реальным денежным потоком. Показано, что свободный денежный поток покрывает дивиденды лишь частично (0,56 в 2025 г.), а разрыв закрывается процентными доходами от размещения накопленной ликвидности. Раскрыт механизм нормализации прибыли и роль ликвидности как инструмента покрытия дивидендных выплат.*

Ключевые слова: *управление денежными потоками, свободный денежный поток, дивидендная политика, нормализованная прибыль, ликвидность, капитальные затраты, ПАО «Транснефть».*

ПАО «Транснефть» представляет собой удобный объект для анализа управления денежными потоками. Группа эксплуатирует систему магистральных нефтепроводов и нефтепродуктопроводов и транспортирует большую часть нефти, добытой в России [8]. Основу бизнеса составляет плата за транспортировку по тарифам, которые устанавливает Федеральная антимонопольная служба, а 100% обыкновенных акций принадлежит государству [8]. Такая модель

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

делает выручку предсказуемой, но ограничивает возможности менеджмента: в 2025 году выручка выросла лишь на 1,2%, а расходы на персонал – на 15,1% [8].

Ключевая управленческая дилемма проявилась в 2025 году: чистая прибыль акционеров снизилась на 21,4% (до 226,1 млрд руб.) из-за повышения ставки налога на прибыль до 40% для компаний Группы, транспортирующих нефть и нефтепродукты по магистральным трубопроводам, и неденежного убытка от обесценения активов на 97,5 млрд руб [8]. Тем не менее менеджмент не сократил ни инвестиции, ни дивиденды (148,0 млрд руб. против 143,7 млрд руб. годом ранее) [7; 8]. Можно предположить, что решения принимаются исходя из реального денежного потока, который не искажается неденежными списаниями.

Гипотеза исследования состоит в том, что дивиденды определяются денежными потоками, включая доходы от размещения ликвидности, а не отчетной прибылью. Для ее проверки обратимся к таблице 1.

Таблица 1

Динамика ключевых показателей ПАО «Транснефть» за 2023–2025 гг. (млрд руб.)

Показатель	2023 г.	2024 г.	2025 г.
Операционный денежный поток (OCF)	425,1	449,3	439,0
Капитальные затраты (CAPEX)	268,4	351,7	356,8
Свободный денежный поток (FCF = OCF – CAPEX)	156,7	97,7	82,2
Прибыль за отчетный год:	314,3	299,98	241,1
Доля акционеров в прибыли	304,2	287,7	226,1
Неконтролирующая доля в прибыли	10,1	12,3	15,1
Дивиденды, объявленные по итогам года	128,5	143,7	148,0

Источник: составлено автором на основе [3; 7; 8].

OCF остается стабильным: в 2025 году он составил 439,0 млрд руб., на 2,3% ниже уровня 2024 года [8]. При этом налоговая нагрузка – реальный денежный отток: налог на прибыль уплачен в размере 178,5 млрд руб. против 94,4 млрд руб. годом ранее [8]. Свободный денежный поток (FCF), рассчитываемый как разница между OCF и CAPEX [5], в 2025 году составил 82,2 млрд руб. (439,0 – 356,8) и сокращается второй год подряд вслед за ростом капитальных затрат; на инвестиции уходит 81% OCF. Инвестиционная программа финансируется собственными средствами: новые займы в 2025 году составили лишь 7,7 млрд руб. при

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

погашении 76,2 млрд руб. [8]. Можно предположить, что менеджмент избегает заимствований, чтобы процентные платежи не сокращали дивидендную базу.

Для оценки качества прибыли сопоставим OCF с чистой прибылью [6]: 1,40 в 2023 году (425,1 / 304,2), 1,56 в 2024 году (449,3 / 287,7) и 1,94 в 2025 году (439,0 / 226,1). Рост до 1,94 объясняется преимущественно неденежным обесценением: к нормализованной прибыли (около 292 млрд руб., расчет ниже) коэффициент составляет 1,50, то есть близок к уровню 2024 года. Значение выше единицы говорит о том, что прибыль не завышена и подкреплена деньгами, но отчасти отражает и амортизацию, типичную для капиталоемкого бизнеса.

Финансовое положение устойчиво. На конец 2025 года денежные средства и депозиты составляли около 468 млрд руб., тогда как кредиты и займы – около 207 млрд руб. [8]. Коэффициент текущей ликвидности [2] составил *672,3 / 364,1 = 1,85* [8]. Остаток денежных средств и депозитов за год снизился лишь на 6% (с 497 до 468 млрд руб.), тогда как кредиты и займы сокращены на 69 млрд руб. (с 276 до 207 млрд руб.) [8].

Свободные остатки размещаются на краткосрочных депозитах по ставкам 14,3–24,0% годовых [8]. Проценты полученные в 2025 году составили 97,8 млрд руб. против 20,3 млрд руб. уплаченных [8]. Важно, что согласно МСФО (IAS) 7 [4] Группа отражает полученные проценты в инвестиционной деятельности, а уплаченные – в операционной [8]. Поэтому доходы от размещения ликвидности не входят ни в OCF, ни в FCF и составляют отдельный источник средств.

Почему дивиденды выросли при падении прибыли, объясняет нормализация. Дивидендная политика предусматривает направление на дивиденды не менее 25% нормализованной чистой прибыли, но в последние годы по распоряжению Правительства РФ выплачивается 50% [1; 7]. Нормализация исключает «бумажные» убытки, такие как обесценение на 97,5 млрд руб. [8]. С учетом налогового эффекта (по примечанию 18 около 32% [8]) нормализованная прибыль составляет 226,1 + 97,5 × (1 – 0,32) ≈ 292 млрд руб. Дивиденды в 148,0 млрд руб. равны 50,7% этой базы, но 65,5% отчетной прибыли [7]. Расчет является оценкой автора, так как точный порядок нормализации определяется политикой [1].

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Проверим, за счет чего финансируются дивиденды. FCF покрывал их в 2023 году с запасом (156,7 / 128,5 = 1,22), но в 2024 году коэффициент покрытия снизился до 0,68 (97,7 / 143,7), а в 2025 году – до *0,56* (82,2 / 148,0). Если добавить к FCF проценты полученные, получится 180,0 млрд руб. (82,2 + 97,8) и покрытие *1,22*. Таким образом, дивиденды обеспечены не текущим операционным результатом, а доходами от накопленной ликвидности, при этом сама ликвидность почти не тратится. Это позволяет выплачивать дивиденды в период пикового CAPEX, не сокращая инвестиционную программу.

Таким образом, управление денежными потоками в ПАО «Транснефть» строится вокруг реального денежного потока, а не бухгалтерской прибыли. Менеджмент поддерживает стабильный OCF, финансирует инвестиции преимущественно собственными средствами и размещает свободные деньги на депозитах, доходы от которых закрывают разрыв между FCF и дивидендами. Благодаря этому компания повышает дивиденды (на 3,0%) при снижении прибыли на 21,4%. Вместе с тем у модели есть ограничения: FCF сокращается второй год подряд, а устойчивость выплат зависит от доходности ликвидности, и ключевая ставка уже снизилась с 21,0% на конец 2024 года до 15,0% на дату выпуска отчетности [8]. Кроме того, выводы получены на примере одной компании с государственным контролем и регулируемыми тарифами и не переносятся автоматически на коммерческие компании.

Список литературы

1. Дивидендная политика ПАО «Транснефть» // Официальный сайт ПАО «Транснефть». – URL: https://транснефть.рф/upload/iblock/ab2/dwhlabgma2e530tkfpyysq2p8r9i3ga4/dividendnaya_politika.pdf (дата обращения: 15.11.2026). – Текст : электронный.

2. Керимов, Ф. Д. Анализ финансовой устойчивости предприятий в современных условиях экономической нестабильности / Ф. Д. Керимов, М. Г. Керимова, Н. В. Гусейнова // Вестник науки. – 2026. – Т. 3, № 10 (103).

3. Консолидированная финансовая отчетность ПАО «Транснефть» по МСФО за 2024 год // Официальный сайт ПАО «Транснефть». – URL:

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

https://транс-нефть.рф/upload/iblock/98a/sz0d7x106lq84iom3401ts0r36i3b09h/TN_IFRS_12m2024_RUS_discl.pdf (дата обращения: 15.11.2026). – Текст : электронный.

4. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 7 «Отчет о движении денежных средств» : введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России : от 28.12.2015 №217н.

5. Межов, И. С. Инвестиционный анализ : учеб. пособие / И. С. Межов. – Москва : КноРус, 2014. – 312 с.

6. Петров, М. А. Аналитические основы управления денежными потоками коммерческой организации: методический инструментарий / М. А. Петров // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2023. – № 3 (63).

7. «Транснефть» выплатит дивиденды за 2025 год в размере 204,17 руб. на акцию // Финмаркет. – 2026. – 18 июля. – URL: https://www.finmarket.ru/news/6668041 (дата обращения: 15.11.2026). – Текст : электронный.

8. Раскрываемая консолидированная финансовая отчетность ПАО «Транснефть» за год, закончившийся 31 декабря 2025 года // Официальный сайт ПАО «Транснефть». – URL: https://транснефть.рф/upload/iblock/775/qzbvwnpceqo1lixwpw3rc8imi9k0ydqi/Finansovaya-otchetnost.pdf (дата обращения: 15.11.2026). – Текст : электронный.

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)