

Научный подход

Дивидендная политика российских компаний и ее влияние на доходы инвесторов

Информационно-аналитический материал
Выпуск № 3

О чем этот выпуск

Поиск дивидендных акций — одна из любимых стратегий частных инвесторов. Мы решили проанализировать, как разные группы компаний выплачивают дивиденды и каким образом дивидендные выплаты влияют на портфели инвесторов. Для этого использовались данные о дивидендной политике российских компаний за период с 2006 года по август 2024-го (до 2006 года выплаты дивидендов по акциям в котировальных списках производились значительно реже).



Ирина Кривошеева

генеральный директор УК «Альфа-Капитал»

Практика показывает, что непрофессиональные инвесторы иногда склонны выбирать упрощенные подходы к наполнению своих портфелей, например, концентрировать внимание исключительно на акциях с исторически высокими дивидендами. Однако более широкий взгляд на рынок подчеркивает необходимость внимательного отношения не только к преимуществам, но и к рискам несбалансированных дивидендных стратегий. Новое исследование с участием научной лаборатории УК «Альфа-Капитал» имеет в том числе практическую ценность — выводы экспертов, надеемся, смогут помочь широкому кругу читателей инвестировать в российские акции более взвешенно.



Александр Абрамов

заведующий лабораторией ИПЭИ РАНХиГС

В сложных условиях ответственная дивидендная политика российских компаний помогает сглаживать волатильность рынка, выступая фактором его стабилизации. Однако мы хотели бы призвать инвесторов осторожно относиться к повышенной дивидендной доходности отдельных эмитентов, которая может быть вызвана заниженной стоимостью их акций и не всегда ведет к получению более высокого уровня общей доходности (TSR). Компании с более высокой дивидендной доходностью, как правило, характеризуются более слабым ростом курсовой стоимости акций и капитализации, а также более продолжительными и глубокими дивидендными гэпами. По нашему мнению, показатель TSR более объективно отражает результаты инвестирования, предполагая, что компании оптимально решают вопрос о распределении чистой прибыли между выплатой дивидендов и целями развития бизнеса.

Содержание:

- Какие компании выплачивают дивиденды
- Дивидендная доходность российских компаний
- Влияние дивидендов на доходность портфеля
- Дивидендные гэпы и доходность
- Выводы для инвестора

Какие компании выплачивают дивиденды

С 2006 года по август 2024-го российские компании **выплатили дивидендов на сумму 31,62 трлн руб.** Из нее 20,11 трлн руб., или 63,6%, приходится на дивиденды, выплаченные всего за последние пять с половиной лет. В 2023 году общий объем дивидендов несколько снизился относительно предыдущего года — из-за повышенной рыночной волатильности и неопределенности вокруг доходов в связи с санкциями многие компании отказывались от начисления дивидендов по итогам 2022 года. Тем не менее всего за 8 месяцев 2024 года общий размер дивидендных выплат почти сравнялся с выплатами в 2023 году.

Количество компаний, выплачивающих дивиденды, сократилось с 146 в 2019 году до 111 по итогам 2023 года, что, вероятно, связано с влиянием шоков последних лет. Однако рост количества плательщиков в этом году (**за 8 месяцев 2024 года дивиденды выплатили 114 компаний**, тогда как за весь прошлый год — 111) оставляет надежду на то, что все больше эмитентов будут возобновлять (или начнут) выплату дивидендов.

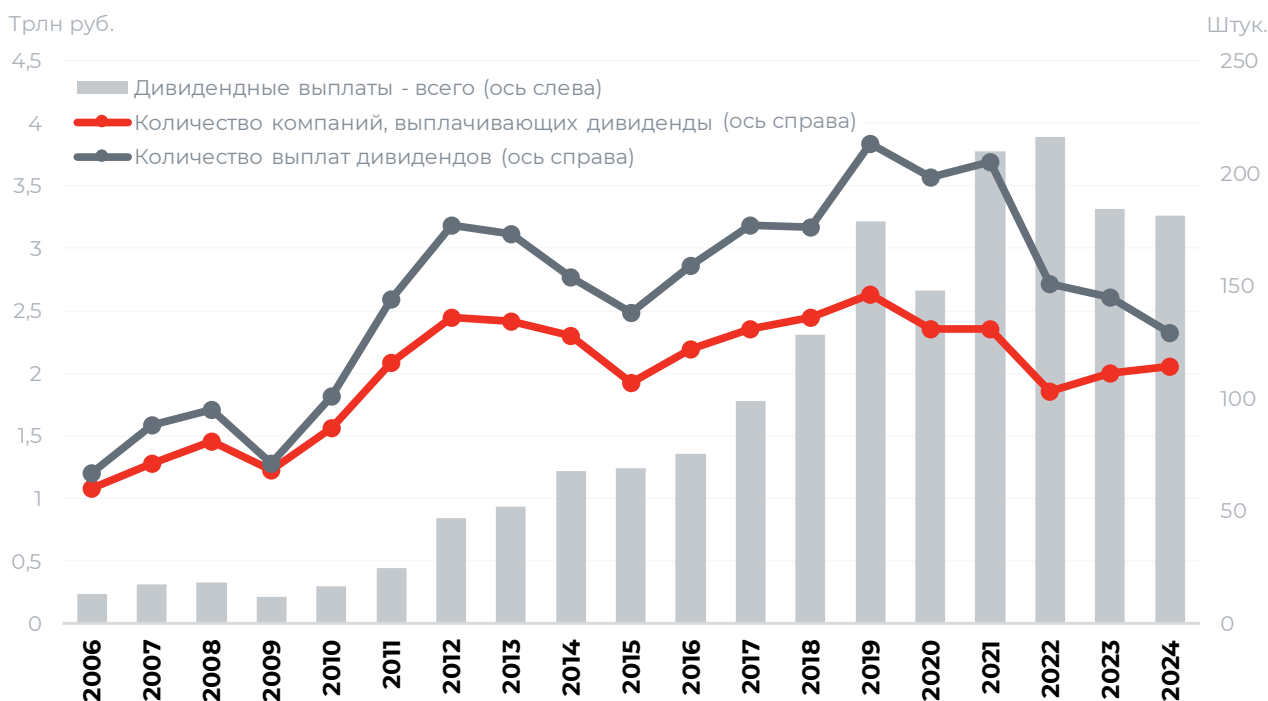


Рисунок 1 — Число российских публичных компаний, выплачивающих дивиденды, количество и сумма дивидендных выплат за период 2006-й — август 2024 года, трлн руб.

С 2020 года доля компаний, которые в отдельно взятом году хотя бы раз выплатили дивиденды, в общей капитализации российских эмитентов заметно снизилась — с 61,4% в 2019 году до 24,1% по итогам восьми месяцев 2024 года. Это означает, что **компании, выплачивающие дивиденды, существенно проигрывали тем, кто их не выплачивал**, по критерию роста капитализации.

	Кол-во выплат	Кол-во акций с выплатами	Сумма дивидендов, трлн руб.	Сумма дивидендов, млрд долл.	Рыночная капитализация акций, по которым была выплата в этот год, трлн руб.	Доля плательщиков дивидендов в капитализации
2006	67	60	0,24	8,66	-	-
2007	88	71	0,31	11,98	-	-
2008	95	81	0,33	13,76	-	-
2009	71	68	0,21	6,59	-	-
2010	101	87	0,30	9,90	-	-
2011	144	116	0,44	15,71	1,57	6,38
2012	177	136	0,84	27,62	3,50	14,18
2013	173	134	0,94	29,75	2,46	9,75
2014	154	128	1,21	31,81	7,50	32,84
2015	138	107	1,24	22,75	6,73	23,41
2016	159	122	1,35	20,67	8,15	21,58
2017	177	131	1,78	30,97	8,82	24,57
2018	176	136	2,31	36,33	21,29	53,58
2019	213	146	3,22	50,24	29,85	61,38
2020	198	131	2,66	36,67	30,47	59,26
2021	205	131	3,78	51,46	30,54	48,76
2022	151	103	3,89	60,03	18,73	49,00
2023	145	111	3,31	39,01	19,72	34,61
2024	129	114	3,26	36,57	13,93	24,14

Таблица 1 — Статистика по общим дивидендным выплатам за период с 2006 года по август 2024-го

Большая часть дивидендных выплат приходится на компании с государственным участием. С 2017-го по 2023 год (за исключением постковидного 2021 года) их доля колебалась в диапазоне 52–56% общей суммы дивидендных выплат, а за 8 месяцев 2024 года достигла 59,6%. Это может быть следствием мер правительства РФ, направленных на то, чтобы каждая крупная госкомпания выплачивала дивиденды в размере не менее 50% чистой скорректированной прибыли.

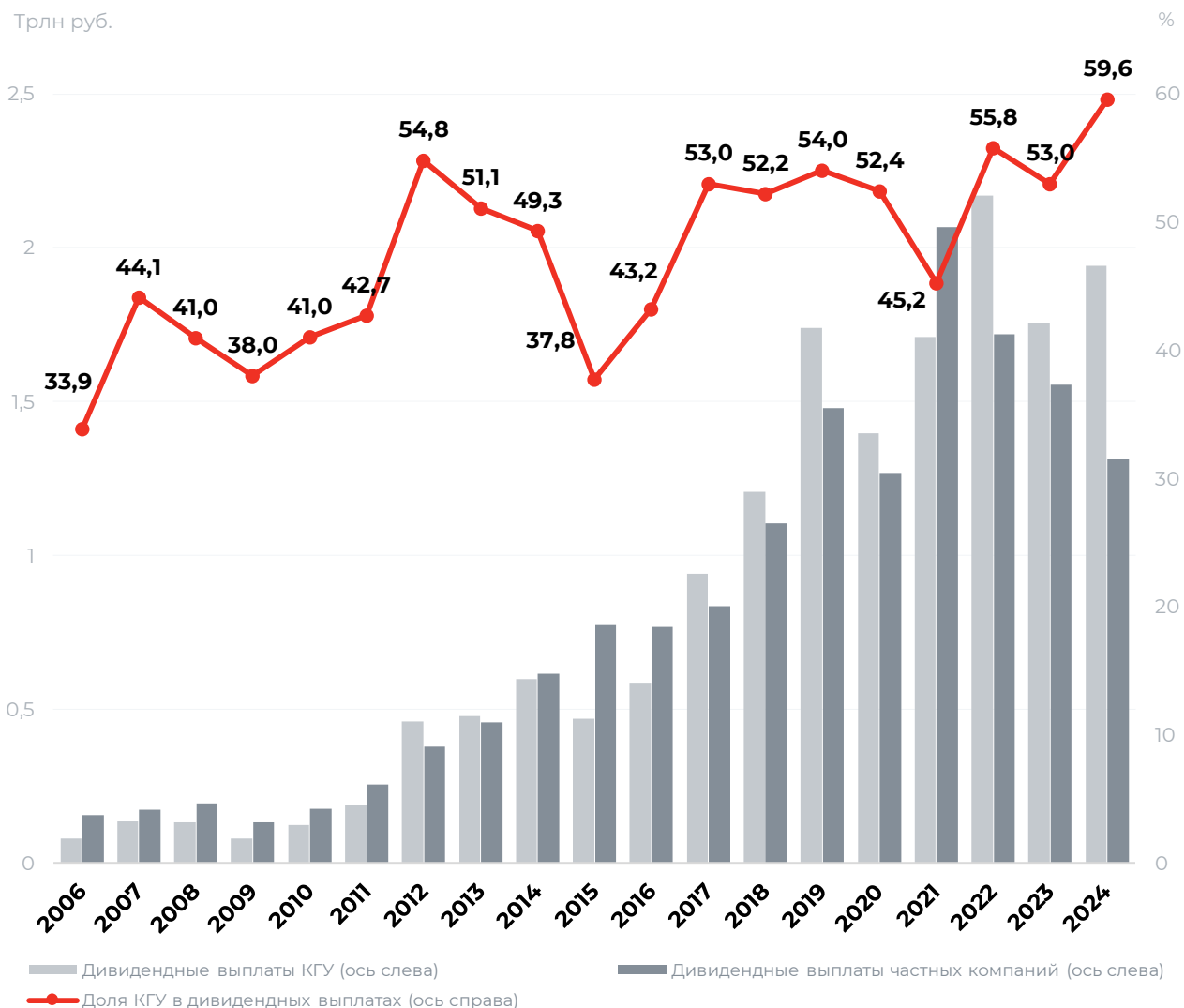


Рисунок 2 — Стоимость дивидендов, выплаченных частными компаниями и крупными госкомпаниями (КГУ), в трлн руб., и доля КГУ в общей сумме дивидендных выплат, %, 2006 год — август 2024-го

Основная доля дивидендных выплат производилась **ограниченным кругом крупнейших эмитентов**. На шесть компаний — «Газпром», «Сбер», ЛУКОЙЛ, «Роснефть», «Газпром нефть» и «Норникель» — в 2023 году приходилось 65,7% всех выплат. Каждая из этих компаний в сумме выплатила более 1 трлн рублей дивидендов за последние 5 лет. Однако из 15 трлн руб., выплаченных ими за это время, лишь 5,29 трлн руб. пришлось на долю free-float, то есть рыночных инвесторов.

В целом **на рыночных инвесторов приходится около трети** суммы всех дивидендных выплат (выборка по 72 акциям с доступными данными о доле free-float). Из общей суммы выплаченных дивидендов с 2006-го по август 2024 года в размере 31,62 трлн руб. выплаты на free-float составили около 9,58 трлн руб.

Дивидендная доходность российских компаний

Дивидендная доходность рассчитывалась как отношение размера дивиденда на акцию к средней дневной цене в течение года до дивидендной даты. Для компаний, которые выплачивают дивиденды чаще одного раза в год, дивидендные доходности внутри календарного года суммировались. Для выборки компаний, входящих в индекс Московской Биржи, использованы три меры: медиана и среднее, чтобы отобразить асимметрию и потенциальный разброс в значениях, а также среднее значение, взвешенное по нормированным фактическим весам эмитента в индексе, чтобы отобразить средневзвешенную дивидендную доходность инвестора, покупающего пассивный индексный портфель, например, через биржевой ПИФ.

В 2022–2023 годах дивидендная доходность российских компаний выросла.

Наиболее значительный рост показал средневзвешенный показатель, что объясняется доминированием в индексе МосБиржи компаний с госучастием, выплативших повышенные дивиденды в 2022 и 2023 годах. Дивидендная доходность по итогам 8 месяцев 2024 года пока значительно отстает от показателей предыдущего года, что может быть связано как с ожидаемыми выплатами эмитентов, которые производят их чаще одного раза в год, так и с завышенными ценами на акции на фоне роста фондового рынка, наблюдавшегося до недавнего времени.

Год	Все эмитенты, выплатившие дивиденды	Эмитенты, выплатившие дивиденды и входившие в индекс Московской Биржи		
	Медиана	Медиана	Среднее	Взвешенное среднее
2006	1,64	1,98	2,85	2,42
2007	1,51	1,41	2,29	1,61
2008	1,23	1,70	2,04	1,49
2009	2,12	1,35	2,94	2,05
2010	2,40	1,38	2,05	2,13
2011	2,10	1,76	2,17	2,28
2012	4,24	3,16	4,02	3,94
2013	3,97	3,30	4,26	4,22
2014	3,76	5,05	6,37	5,77
2015	4,33	6,10	6,88	5,64
2016	7,25	6,48	6,97	5,12
2017	5,54	6,64	7,39	5,69
2018	6,00	6,08	6,61	6,63
2019	7,66	7,82	8,44	8,88
2020	6,25	6,77	6,45	6,45
2021	6,56	6,98	7,97	7,36
2022	8,37	7,12	9,00	12,86
2023	7,58	8,51	9,52	12,71
2024	4,57	9,28	8,85	9,64

Таблица 2 — Дивидендная доходность российских эмитентов, %, 2006-й – август 2024-го

С 2017 года компании с госучастием догнали частные по уровню дивидендной доходности.

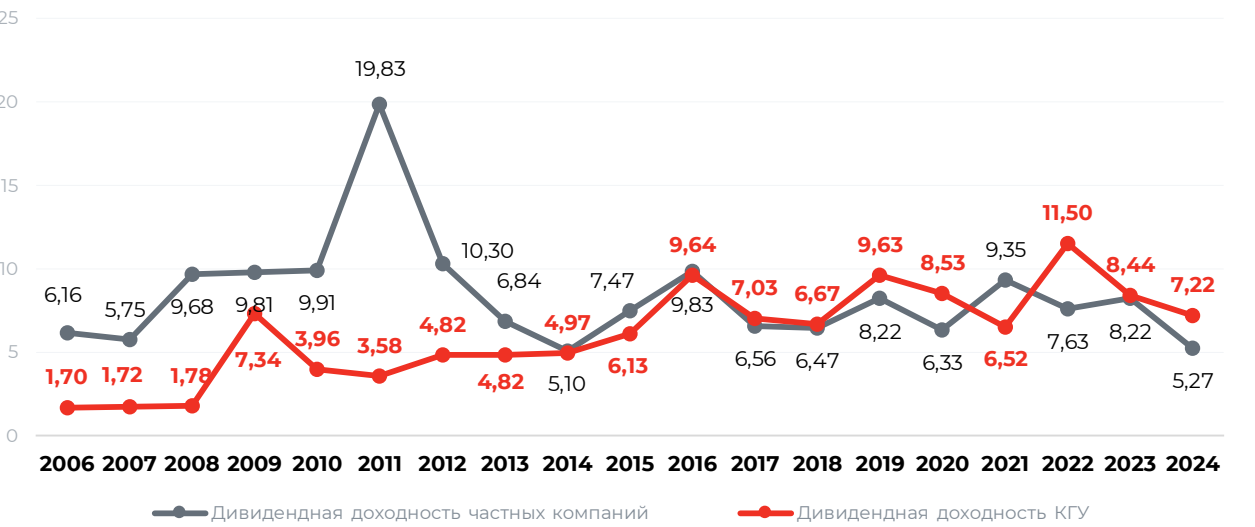


Рисунок 3 — Средняя дивидендная доходность акций частных компаний и КГУ среди всех эмитентов, %, 2006-й – август

Мы также проанализировали, какую долю чистой прибыли компании направляют на выплату дивидендов. В зависимости от дивидендной политики компании могут выплачивать дивиденды как из консолидированной прибыли группы по МСФО, так и из неконсолидированной прибыли по РСБУ. С 2015 года медианная доля распределенной прибыли по МСФО почти не изменилась и лишь дважды превышала 50%.

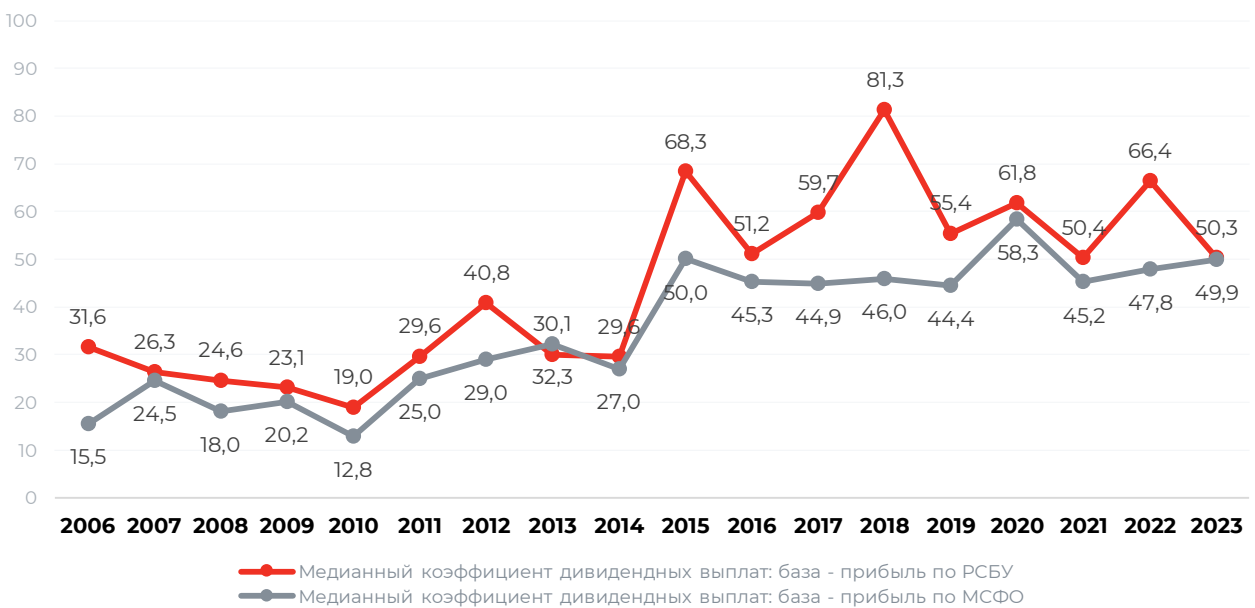


Рисунок 4 — Коэффициенты дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли в 2006-м – августе 2024-го, %, группировка по годам, к которым отнесены выплаты

При этом наблюдается значительный разброс между эмитентами. По нашим расчетам, **коэффициенты дивидендных выплат по акциям, входящим в индекс Московской Биржи, как правило, выше, чем по другим акциям.**

Год, за который произведена выплата	Неконсолидированная отчетность			Консолидированная отчетность		
	Все эмитенты — медиана	Эмитенты из индекса		Все эмитенты — медиана	Эмитенты из индекса	
		Медиана	Вес индекса		Медиана	Вес индекса
2006	31,6	18,4	27,7	15,5	11,6	12,0
2007	26,3	22,3	28,6	24,5	19,7	16,5
2008	24,6	17,9	29,6	18,0	14,6	10,9
2009	23,1	15,1	52,3	20,2	25,5	22,1
2010	19,0	15,2	30,3	12,8	15,6	18,9
2011	29,6	33,2	35,1	25,0	19,7	21,8
2012	40,8	41,2	41,6	29,0	27,5	32,2
2013	30,1	44,6	54,6	32,3	37,7	50,9
2014	29,6	59,3	76,7	27,0	60,7	84,1
2015	68,3	67,8	62,0	50,0	55,3	62,9
2016	51,2	61,5	62,1	45,3	45,3	43,4
2017	59,7	79,9	118,3	44,9	44,9	46,1
2018	81,3	100,0	91,0	46,0	67,5	49,8
2019	55,4	74,9	73,0	44,4	59,1	63,5
2020	61,8	85,5	82,5	58,3	98,7	130,8
2021	50,4	54,5	66,8	45,2	41,8	47,3
2022	66,4	107,9	136,6	47,8	71,1	94,3
2023	50,3	60,0	78,2	49,9	56,7	59,6

Таблица 3 — Коэффициенты дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли за период 2006-й — август 2024-го, %

Влияние дивидендов на доходность портфеля

Вопрос о том, насколько выплаты дивидендов способствуют росту капитализации компаний и долгосрочной общей доходности акционера (TSR, складывается из прироста курсовой стоимости акции и ее дивидендной доходности), остается открытым.

С одной стороны, акции с высокой дивидендной доходностью на всех временных горизонтах по размеру TSR стабильно переигрывали портфель акций с низкой дивидендной доходностью. Однако **результаты акций с высокими дивидендами по сравнению с широким портфелем акций российских компаний более смешанные**. Вложения в высокодивидендные акции приносили более высокую доходность в 2024, 2022–2024, 2020–2024, 2015–2024 и 2010–2024 годах. На иных рассматриваемых горизонтах (в 2023–2024, 2021–2024 годах и в самом долгосрочном периоде — 2005–2024 годы) широкий портфель приносил более высокий результат.

Факторные стратегии	Среднегеометрическая доходность, % годовых							
	2024*	2023–2024*	2022–2024*	2021–2024*	2020–2024*	2015–2024*	2010–2024*	2005–2024*
1. По курсовой доходности								
Широкий рынок акций	-19,28	21,13	-0,45	6,49	6,39	13,36	9,39	13,38
Акции с низкой див. доходностью	-23,89	9,75	-8,83	1,94	2,38	13,86	8,23	9,79
Акции с высокой див. доходностью	-22,44	13,03	-2,00	1,82	3,11	10,63	7,75	7,32
Акции без дивидендных выплат**	-14,48	36,68	12,01	18,16	12,56	13,40	12,14	16,23
Акции с дивидендными выплатами	-22,46	12,59	-5,40	2,51	3,32	11,97	7,54	8,32
Акции с высоким E/P	-17,43	23,56	2,01	6,54	4,54	14,77	10,13	12,63
Акции частных компаний	-20,86	14,26	-3,06	3,40	6,39	13,30	11,12	15,48
Акции компаний с госучастием	-22,96	25,14	-0,03	6,63	4,53	12,16	6,10	10,12
2. По общей доходности акционера (TSR)								
Широкий рынок акций	-12,25	31,96	7,44	14,28	14,49	20,78	15,02	17,88
Акции с низкой див. доходностью	-20,76	15,96	-3,68	7,31	7,82	18,65	11,81	12,66
Акции с высокой див. доходностью	-12,10	29,20	10,41	13,56	15,29	22,20	17,07	14,97
Акции без дивидендных выплат**	-10,91	43,66	15,87	21,10	14,76	14,46	12,83	16,77
Акции с дивидендными выплатами	-13,56	25,32	3,76	11,40	12,38	20,25	13,91	13,47
Акции с высоким E/P	-2,79	41,12	14,58	17,72	15,01	23,12	16,40	17,56
Акции частных компаний	-15,28	22,83	3,72	10,46	14,08	21,03	17,37	20,54
Акции компаний с госучастием	-16,25	36,81	8,33	14,56	12,58	19,29	11,25	14,26

Таблица 4 — Показатели доходности портфелей факторного инвестирования в акции российских компаний для различных периодов на горизонте с 2005 года по август 2024-го

*Данные за январь – август 2024 г.

** TSR и курсовая доходность портфелей из акций без дивидендных выплат незначительно отличается из-за формирования факторных портфелей на основе исторических данных: в портфель отбирались компании, которые не выплачивали дивиденды в предыдущем календарном году.

С другой стороны, ряд закономерностей подтверждают, что само по себе распределение чистой прибыли на выплату дивидендов и размер дивидендной доходности не оказывают принципиального влияния на стоимость компаний и TSR инвесторов.

- Во-первых, с 2021 года **акции без выплаты дивидендов приносили более высокий результат**, чем высокодивидендные акции. То же наблюдалось на самом долгосрочном горизонте (почти 20 лет).
- Во-вторых, акции с более высоким уровнем коэффициента Е/Р (чистая прибыль на акцию к ее рыночной стоимости) в большинстве рассматриваемых периодов были более доходными (по TSR), чем акции с высокой дивидендной доходностью. Другими словами, **общая доходность в большей мере зависит от размеров чистой прибыли**, а не от ее распределения на дивиденды.

Выплата высоких дивидендов, как правило, **отрицательно влияет на рост капитализации компаний**. Курсовая доходность портфеля акций с высокой дивидендной доходностью на всех рассматриваемых временных горизонтах была существенно ниже, чем курсовая доходность портфелей акций без дивидендов, акций с высоким Е/Р, а также широкого рынка акций. Так, на самом длинном временном горизонте с 2005 года по август 2024-го среднегеометрическая курсовая доходность портфеля с высокодивидендными акциями составляла 7,3% годовых. В то же время доходность портфеля акций без дивидендных выплат достигла 16,2%, акций с высоким Е/Р ratio — 12,6%, а доходность акций широкого рынка — 13,4%.

Дивидендные гэпы и доходность

Выплата значительных дивидендов, как правило, приводит к падению стоимости акций (гэпу), что лишает такие акции преимуществ в совокупной доходности (TSR) по сравнению с акциями со скромными дивидендами или вовсе без них.

Дивидендный гэп — это падение стоимости акции после закрытия реестра акционеров, которые имеют право на объявленные компанией дивиденды. Так как базы данных для исторической выборки дивидендных выплат имеют погрешность, а ликвидность для ряда акций снижена, в исследовании использовалось временное окно в 10 дней, а дивидендным гэпом считалось максимальное процентное падение стоимости акции со дня перед дивидендной отсечкой. Срок закрытия дивидендного гэпа рассчитывался как количество календарных дней, которое требуется для восстановления стоимости акции. Предполагалось, что если дивидендный гэп по акции не закрыт в течение 726 или 727 (в зависимости от високосного года) дней, то признается, что он не закрыт совсем.

Рост выплат в 2019–2023 годах сопровождался более глубокими и затяжными дивидендными гэпами. С 2019 года время закрытия дивидендного гэпа в среднем **составляет примерно полгода**. В 2023 году продолжительность закрытия дивидендного гэпа снизилась, однако вновь выросла доля акций с открытым гэпом.



Рисунок 5 — Медианные сроки закрытия дивидендного гэпа (календарных дней) и доля акций, по которым дивидендный гэп не был закрыт в течение 2 лет, в %

У ряда эмитентов **средний размер дивидендного гэпа превышает среднюю дивидендную доходность**, причем разница между ними может достигать 5 процентных пунктов. Это означает, что после дивидендной отсечки инвесторы настолько стремительно распродают бумаги, что общая доходность потенциально может быть отрицательной для очень большого числа таких инвесторов. С 2006-го по 2023 год мы обнаружили 75 событий из 2 036, когда глубина дивидендного гэпа составляла 25% и более. На рисунке 6 можно увидеть соотношение средних значений дивидендной доходности и дивидендных гэпов за первые 10 дней с учетом потенциально низкой ликвидности.

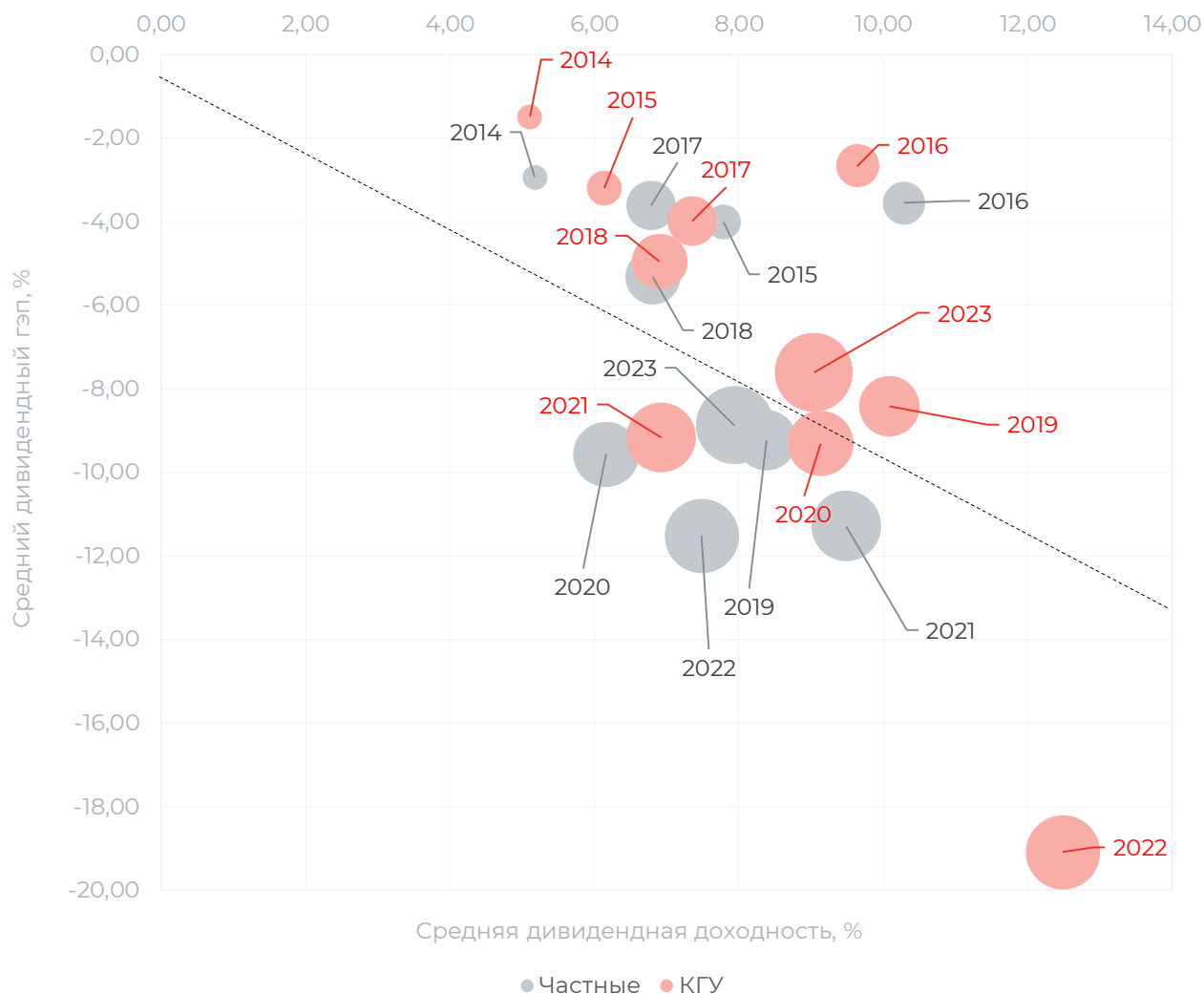


Рисунок 6 — Соотношение средних значений дивидендной доходности и дивидендных гэпов, %, 2014-й — август 2024-го

Потеря в курсовой стоимости и продажа акции по цене меньше покупки и дивидендной доходности характерна для российского рынка на всем историческом периоде. В последние годы эта тенденция усилилась. По нашим расчетам по всей выборке акций в 2022–2023 годах дивидендная доходность в среднем в 1,5 раза меньше дивидендного гэпа, а для акций из индекса Московской Биржи — в 1,3 раза.

Выводы для инвестора

- За последние 10 лет российские компании стали выплачивать более высокие дивиденды и на более регулярной основе. В большей мере это касается самых крупных компаний и компаний с государственным участием.
- Высокая дивидендная доходность не всегда ведет к более высокой общей доходности акционера (TSR). На разных временных горизонтах акции без дивидендов и акции с высоким коэффициентом Е/Р, как правило, приносят более высокую совокупную доходность, чем акции с высокой дивидендной доходностью. Поэтому формирование инвестиционного портфеля лишь на основании информации о дивидендной доходности тех или иных акций несет риски.
- Для получения более высокой общей доходности акционера (TSR) более важное значение имеет размер чистой прибыли компании, а также более широкая диверсификация вложений, в том числе за счет вложений в акции без дивидендов.
- Высокие дивидендные выплаты порождают риски возникновения глубоких и продолжительных дивидендных гэпов, последствия которых могут усиливаться из-за нерационального поведения частных инвесторов.
- Хотя дивидендные стратегии имеют значительный потенциал для инвесторов, они должны основываться на более сложных критериях выбора акций в портфеле, чем дивидендная доходность и дивидендные выплаты. По нашему мнению, необходимо учитывать дивидендную доходность, коэффициенты Р/Е (капитализация компании к ее прибыли) и Р/BV (капитализация к размеру собственного капитала компании), коэффициент дивидендных выплат и темп роста чистой прибыли. Выбор оптимального сочетания и очередности применения указанных критериев отбора акций в портфель — проблема, которую необходимо решать вместе с портфельными управляющими и инвестиционными консультантами.

Обязательная информация

Источники: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской Биржи.

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 г. выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 г., без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее — Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: +7 495 783-4-783, 8 800 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Internet по адресу: www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.