Блондинка в баре в роли дивидендной акции

Как случилось, что инвесторы в дивидендные акции недополучают доходность

Сергей МОИСЕЕВ,
советник первого заместителя председателя,
Банк России

В фильме «Игры разума» (2001 г.) о математическом гении Джоне Нэше одним из эпизодов является мимолетная встреча студентов с блондинкой в баре и ее подружками. Друзья размышляют о стратегии привлечения внимания и конкуренции между собой. «Результат будет оптимальным, если каждый член группы сделает как лучше для себя и для группы», — приходит к выводу главный герой. Наблюдения Нэша обновили теорию игр, перевернули математику и принесли ему международную славу. Со схожей проблемой сталкиваются эмитенты и инвесторы, которые проигрывают в стратегическом взаимодействии. На сей раз блондинка в баре — это акция, приносящая дивиденды. Провал в координации эмитентов и инвесторов приводит к заниженному результату для обеих групп.

Дивидендные гэпы — как и заниженный результат — феномен современного фондового рынка

По биржевым данным, дивидендная доходность в России в 2021–2023 гг. варьировалась от 6 до 11 %. Для инвестора она зависит от того, в какой день он купил акции — до или после обнародования рекомендации совета директоров по дивидендам. На долгосрочном горизонте бездивидендные акции оказываются выгоднее, чем дивидендные. У последних ниже совокупный доход для акционеров (total shareholder return), учитывающий как дивидендные выплаты, так и рост курса акций. По оценкам Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС[1], совокупный доход по акциям без дивидендов в 2005–2024 гг. составлял 16.8 % годовых, в то время как по дивидендным акциям — 13.5 %. Объясняется это тем, что у дивидендных акций происходит временное проседание курса после даты, когда уже нельзя претендовать на выплаты за предыдущий дивидендный период. Инвесторы избавляются от акций, переключаясь

[1] Мордовина М. Дивидендные акции проиграли по доходности бумагам без вознаграждения / РБК, 31.10.2024.

на другой, по их мнению, более привлекательный актив. На российском рынке явление получило название «дивидендный гэп» (dividend gap), т. е. разрыв между курсом до и после закрытия реестра акционеров. В лучшем случае гэп будет равен размеру дивидендов, в худшем — значительно его превосходить. Возникает аномалия: чем выше дивидендная доходность акции, тем больше ее обесценение. У бездивидендных акций, напротив, ценовых скачков нет, что способствует более высокому совокупному доходу, несмотря на отсутствие по ним выплат.

ОБЫКНОВЕННАЯ АКЦИЯ = ОБЛИГАЦИЯ

Дивидендные гэпы — как и заниженный результат — феномен современного фондового рынка. На протяжении XIX века дивидендные акции не испытывали столь заметных колебаний курсов. Как дивидендная доходность, так и рыночная стоимость акций сохраняли удивительное постоянство. Объясняется это тем, что дивидендные акции воспринимались как квазиоблигации. «Обыкновенная акция — это облигация, которая обеспечивает будущие платежи, неопределенные по числу и сумме», — писал в 1938 г. журнал Американской ассоциации бухгалтеров «Accounting Review». Ежегодные дивиденды приравнивались к регулярным купонам по облигациям. Соответственно, их оценивали не по рыночной цене, а к номиналу акции.

Хотя акции не имеют даты погашения, ее не было и у многих государственных ценных бумаг, поскольку правительства выпускали бессрочные облигации. Российская империя не составляла исключение — в 1883 г. на отечественном рынке тоже появились «вечные» облигации. На практике акции имели конечный срок обращения. Об этом можно судить по срокам от регистрации компаний до их банкротства, а в отсутствие регистрационной статистики — по продолжительности включения акций в фондовые индексы. К примеру, из первоначальной версии старейшего индекса Dow Jones Industrial Average от 1896 г. сохранилась только General Electric (которая всё же выбыла из него в 2018 г.). Российскому читателю представить недолговечность фондовых гигантов сложно. Со дня возникновения индекса Мосбиржи в 1997 г. из его первого состава ушло только РАО «ЕЭС России» в результате реорганизации. Продолжительность жизни ранних акционерных обществ была заметно меньше[1], чем современные 20–30 лет для крупной корпорации. Как следствие, среднестатистическая акция представляла собой ценную бумагу с неизвестным, но конечным сроком жизни, дивидендная доходность которой оценивалась по номиналу и сравнивалась с облигациями с фиксированным купоном.

Дивиденды представляли собой главный и едва ли не единственный источник дохода по акциям вплоть до 1920-х гг. Популярностью пользовались акции эмитентов инвестиционного класса, приносившие стабильные дивидендные платежи. Стратегию инвестирования хорошо иллюстрирует высказывание[2] Оливера Холмса, медика и поэта в одном лице, прототипа знаменитого персонажа Шерлока Холмса: «Ученость человека умирает вместе с ним; даже его добродетели стираются из памяти, однако дивиденды по акциям, которые он завещал детям, живут и хранят о нем свежую память…». Компании с ограниченной ответственностью предпочитали выпускать облигации или привилегированные акции с небольшой премией к доходности гособлигаций. Их дивиденды служили признаком финансового благополучия компании. Эмитенты неинвестиционного класса — как бы сейчас выразились, с «грошовыми» акциями — выпускали преимущественно обыкновенные акции. Они не имели постоянного дохода для выплат купонов или дивидендов. В XIX веке к ним относились преимущественно железнодорожные компании. Соответственно, капитализация зависела от способности эмитента платить дивиденды, а не от стоимости его активов или ожидаемого потока доходов. В коллекции редких изданий Банка России сохранилась «Банковая энциклопедия» от 1917 г. Из нее можно узнать, что дивидендная доходность по номиналу расценивалась как безрисковая ставка, равная для всех. По дивидендной доходности рассчитывали рыночную цену акции — алгоритм, применяемый в настоящее время к облигациям.

ОТ ДИВИДЕНДНОЙ К КУРСОВОЙ ДОХОДНОСТИ

Преобладание дивидендной доходности на фондовом рынке сохранялось до Великой депрессии. Первая волна «демократизации финансов» 1920-х гг. привела к фондовому буму. Одновременно она радикально изменила инвестиционные стратегии и анализ ценных бумаг. О коллизиях дивидендных акций рассказывает уникальное исследование «От дивидендной доходности к дисконтированному денежному потоку: история

Если пару столетий назад дивиденды считались неотъемлемой частью деловой репутации каждого эмитента, современная дивидендная политика сложнее на несколько порядков

[1] Shannon H. The Limited Companies of 1866–1883 // The Economic History Review, 1933. — Vol. 4, № 3. Pp. 290–316.

[2] Holmes O. The professor at the breakfast-table. New York: Dutton, 1860.

методов оценки акций в Великобритании и США»[1] (2007 г.) профессора Открытого университета (Великобритания) Джанетт Резерфорд. Фондовый бум перенес внимание инвесторов с эмитентов дивидендных акций на убыточные компании, а также тех, чья прибыль непропорционально больше дивидендов. Прирост фондовых индексов превысил дивидендную доходность, что увело дивидендные акции в тень. Если в Старом Свете на дивиденды еще продолжали смотреть как на признак инвестиционной привлекательности, то в Северной Америке им стала прибыль, даже если она не распределялась через дивиденды. Тому способствовало несколько факторов: различия между американскими и европейскими компаниями в политике выплаты дивидендов, качестве финансовой отчетности, налогообложении и темпах восстановления после Первой мировой войны. На протяжении 1871–1930 гг. в США нормой считалась выплата двух третей прибыли. С одной стороны, поток дивидендов был нестабилен, с другой — позволял реинвестировать, помогая росту активов эмитента. Типичная российская, британская, французская или немецкая компания выплачивала всю прибыль за каждый год, за исключением небольшой части, необходимой для пополнения резервного фонда (пока он не достигал 5% уставного капитала). В отличие от Северной Америки, эмитенты Старого Света расширяли деятельность не за счет нераспределенной прибыли, а благодаря выпуску дополнительных акций.

По мере накопления нераспределенной прибыли компании эмитировали новые акции. Акционеры получали их в качестве дивидендов или «бонусных», т. е. бесплатных, акций. Раздача новых акций была обязательной, если нераспределенная прибыль превышала четверть уставного капитала. Дивидендные или бонусные выпуски сопровождались увеличением числа акций в обращении, однако не их капитализации. Намеренное разводнение капитала удерживало стоимость акций возле номинала. Как следствие, дивидендная доходность оставалась относительно устойчивой во времени. Над фондовым рынком довлела «денежная иллюзия»[2], когда инвесторы смотрели на курсы и доходности в номинальном, а не реальном выражении. Предпочтение номинальной устойчивости сохранялось вплоть до 1930-х гг., когда работы Ирвинга Фишера из Йельского университета окончательно не развеяли «денежную иллюзию».

Какими бы ни были инвесторы в дивидендные акции, разумными или страдающими от проблемы самоконтроля, от них зависит ценовая динамика бумаг

«КОНЕЦ ДИВИДЕНДОВ»

Устойчивой дивидендной политике — без нулевых, но и без завышенных выплат — также симпатизировали власти[3]. Считалось, что щедрые дивиденды выкачивают из отраслей ликвидность, ведут к падению инвестиций и инфляции. Расточительность эмитентов воспринималась как противоречащая интересам общества. К примеру, после Второй мировой войны в Великобритании попеременно вводился либо контроль над дивидендами, либо более высокие налоги на распределенную прибыль. Борьба с дивидендами продолжалась вплоть до 1970-х гг. — власти верили, что она помогает инвестициям в промышленность. Профсоюзы настаивали, что ограничение зарплат как часть контроля над инфляцией должно идти рука об руку с ограничением дивидендов. Многие были убеждены, что дивиденды наравне с нераспределенной прибылью являются невыплаченной зарплатой. Таким образом, разводнение капитала улучшало общественное отношение, когда речь заходила о дивидендной политике.

Предпочтение дивидендной доходности сошло на нет в 1980-х гг. На глобальном фондовом рынке свершился коренной перелом. На авансцену вышли малорентабельные, но многообещающие компании. Капитализация к ВВП удвоилась и продолжала медленно расти. Помимо взрыва цен перелом сопровождался изменением инвестиционных стратегий и фондового анализа. Дивидендная доходность упала и у большинства эмитентов стала символической. Ее стали измерять не к номиналу, а к рыночному курсу акций. Инвестиционные стратегии сместились от дивидендных акций в духе Оливера Холмса в пользу бумаг с наибольшим ожидаемым курсовым ростом. На смену викторианскому духу пришла технократия, символом которой стал домашний компьютер «Commodore 64», прославленный Книгой рекордов Гиннесса как самый популярный домашний компьютер, имевший аж 64 килобайта оперативной памяти. Молодые эмитенты из IT-сектора породили новую культуру инвестирования. В их представлении дивиденды означали слабость, поскольку свидетельствовали об отсутствии прибыльных направлений для реинвестиций.

[1] Rutterford J. From Dividend Yield to Discounted Cash Flow: A History of UK and US Equity Valuation Techniques // Accounting, Business & Financial History, 2004. — Vol. 14, № 2. Pp. 115–149.

[2] Shafir E., Diamond P. and Tversky A. Money Illusion // The Quarterly Journal of Economics, 1997. — Vol. 112, № 2. Pp. 341–374.

[3] Thomas W. The Finance of British Industry, 1918–1976. London: Routledge, 1978.

Как следствие, всё большее число акций становилось бездивидендными, а технологические гиганты, такие как Microsoft, Cisco, Dell и Nokia, копили значительные объемы свободной ликвидности. Лозунгом нового времени стала реплика Филипа Каррета, основателя одного из первых паевых инвестиционных фондов Fidelity: «Если менеджеры не могут придумать, как еще использовать свои деньги, им следует выплатить дивиденды». В 1980 г. дивиденды платило 94% эмитентов из индекса Standard & Poor's, а в 1999 г. уже менее одной пятой части всех котируемых американских компаний. «Конец дивидендов» — с таким заголовком вышел британский еженедельник «The Economist» в 2002 г.

ЛЮБОВЬ К ДИВИДЕНДНЫМ АКЦИЯМ

Если пару столетий назад дивиденды считались неотъемлемой частью деловой репутации каждого эмитента, современная дивидендная политика сложнее на несколько порядков. Она балансирует между сохранением интереса инвесторов к акциям и поддержанием устойчивого положения компании. На практике топ-менеджмент большинства эмитентов придерживается нескольких правил. В частности, не выплачивать прибыль, полученную за счет крупной разовой операции или переоценки активов. Не увеличивать дивиденды, если нет уверенности, что новый уровень дивидендной доходности может быть сохранен в будущем. Ориентировать размер дивидендов на долгосрочную, а не текущую прибыль. Сглаживать распределение прибыли из года в год, чтобы сохранять постоянство платежей. Воздерживаться от выплат, если реинвестирование прибыли позволяет повысить рентабельность капитала. В целом как топ-менеджмент эмитентов, так и профессиональные инвесторы знают, что при прочих равных условиях дивиденды невыгодны акционерам. Это объясняется корпоративным и личным налогом: прибыль подлежит двойному налогообложению через налог на прибыль эмитента и налог на доходы (прибыль) акционеров. Оптимизация налогообложения способствовала распространению с 1980-х гг. обратного выкупа акций эмитентом вместо дивидендов. В большинстве юрисдикций дивиденды облагаются по более высокой ставке налога, чем доход от перепродажи акций. Практика получила широкое распространение в США и Европе, однако не в России: ставки налога на доходы граждан в 13 и 15% не зависят от того, за счет чего акционер получил доход.

Несмотря на запутанный анализ выгод и издержек, дивидендные акции продолжают пользоваться популярностью у неискушенных инвесторов. Экономисты находят несколько объяснений, почему розничные инвесторы сохраняют любовь к дивидендам. Спрос на дивидендные акции предъявляет определенная категория инвесторов. Она состоит преимущественно из пожилых людей, не имеющих длительного горизонта инвестиций. Нобелевский лауреат по экономике Франко Модильяни объяснял, что они нацелены на распродажу портфеля и не могут позволить себе вложения в акции роста. Другой нобелевский лауреат по экономике, Ричард Талер, объяснял спрос на дивидендные акции языком поведенческой экономики. Зная о своем пристрастии к азартным играм, розничный инвестор может накладывать на себя самоограничение. Он сознательно выбирает дивидендные акции, чтобы не поддаваться искушению и не рисковать с акциями роста. Соавтор Талера, Херш Шефрин из Университета Санта-Клары, предлагал другое объяснение в духе поведенческой экономики. Несмотря на более низкий совокупный доход по дивидендным акциям, тем не менее розничный инвестор их покупает, чтобы избежать сожаления о неудачных инвестициях. Вложения в акции роста сопряжены со стрессом, меньшая доходность по дивидендным акциям — это «цена», которую уплачивает инвестор за душевный покой. Наконец, самое популярное объяснение связано с налогами. Эдвин Элтон и Мартин Грубер из Нью-Йоркского университета обратили внимание на налоговые различия. Ставка налога на доходы выше у богатых, нежели у бедных. Как следствие, дивидендные акции предпочитают розничные инвесторы, чей достаток ниже среднего.

Какими бы ни были инвесторы в дивидендные акции, разумными или страдающими от проблемы самоконтроля, от них зависит ценовая динамика бумаг. Дивидендный гэп распространен не только в России, но и за рубежом. Даже в Гонконге, где нет налогов на доходы от дивидендов и перепродажи бумаг, гэп зависит от поведения розничных инвесторов. Однако в отличие от США и Европы на российском рынке гэп больше и продолжительнее. По среднему размеру он превышает величину дивидендов, что объясняется лавинообразным сливом бумаг розничными инвесторами после закрытия реестра акционеров. Происходит гонка продаж на опережение — феномен, который наблюдается и во время распродаж теми же розничными инвесторами акций в первый торговый день после IPO.

МОЖНО ЛИ «ВЫЛЕЧИТЬ» ДИВИДЕНДНЫЕ АКЦИИ?

Лечение гэпа находится как на стороне эмитентов, так и профессиональных участников, обслуживающих розничных инвесторов. Подобно предшественникам, современные акционерные общества способны поддерживать устойчивый спрос на дивидендные акции. Сглаживать его колебания позволяют регулярные дивидендные выплаты. В России платежи акционерам идут раз или дважды в год. На развитых рынках нормой считается ежеквартальная выплата. Времена, когда технологические гиганты ничего не платили, ушли в прошлое. Из топ-5 глобальных компаний по капитализации только Amazon.com придерживается нулевой дивидендной политики. NVIDIA, Apple, Microsoft и Alphabet — ежеквартальных выплат, приносящих менее 1% дивидендной доходности. Некоторые эмитенты из сектора арендного жилья распределяют прибыль ежемесячно, что делает их акции похожими на вклады. Частые выплаты повышают ликвидность акций, побуждают к реинвестированию дивидендов и делают спрос на них более равномерным.

В течение календарного года усредненная дивидендная доходность по текущим ценам в России составляет 6–7% у большинства дивидендных акций. Это не настолько много, чтобы привлечь внимание инвесторов и спровоцировать рост гэпа. В то же время у каждого пятого эмитента дивидендная доходность выше 12% и может достигать 20% годовых. Их акции демонстрируют наибольшую волатильность. Стабилизировать гэп позволяет способ, к которому прибегали в прошлом столетии, — смешанные выплаты деньгами и акциями одновременно. Выплаты акциями могут идти в счет казначейских акций, ранее выкупленных с рынка, или за счет новой эмиссии. При высокой рентабельности разводнение капитала позволяет обогатить акционеров и сохранить стоимость бумаг.

Каждый из крупных эмитентов публикует дивидендную политику. Вместе с ней раскрывается ежегодная динамика дивиденда на акцию, реже — дивидендная доходность. Большинство

из российских розничных инвесторов ориентировано на краткосрочный результат. Дивидендная доходность их интересует накануне обнародования рекомендации совета директоров по выплатам и вплоть до даты закрытия реестра. Брокеры помогают им, пересчитывая дивидендную доходность на ежедневной основе. Устойчивость спроса на дивидендные акции обеспечит переход большинства эмитентов на скользящий годовой расчет как отношение выплат за минувшие 12 месяцев к средней цене за тот же период времени. Это меняет восприятие дивидендных акций со спекулятивных на удерживаемые в среднесрочном периоде.

Среди розничных инвесторов распространен «эффект диспозиции». Они склонны продавать акции, которые выросли в цене после приобретения («победители») по сравнению с обесценивавшимися акциями («проигравшие»). Подешевевшие акции придерживаются, поскольку розничные инвесторы не любят признавать убытки. Эффекту диспозиции подвержены как новички, так и опытные инвесторы, он наблюдается во многих категориях финансовых активов. Чем выше рост цены в ожидании дивидендов, тем масштабнее гэп. В эффекте диспозиции заложено как неприятие потерь, так и попытка уйти от сожаления. Для удержания цен эмитент может сглаживать квартальные выплаты. Устойчивость выплат создает впечатление постоянства дивидендной политики и смягчает эффект диспозиции.

Рынок обыкновенных акций обладает выраженной сезонностью. Она распространена как в развитых, так и в развивающихся экономиках. Сезонность означает, что динамика цен и торговых объемов, наблюдавшаяся в определенные месяц, неделю или даже дату, повторится в тот же период в будущем. Чем больше активность розничных инвесторов, тем более выражена сезонность. Например, новогоднее ралли или летнее затишье. Отчасти сезонность зависит от эмитентов — времени выхода их квартальных отчетов, объявления дивидендов или подведения предварительных итогов года. Годовые дивиденды выплачиваются в летние месяцы, когда традиционно активность розничных инвесторов мала. Это обуславливает низкую ликвидность и волатильность акций. Полугодовые или квартальные выплаты позволяют перенести платежи на более удачные периоды, в течение которых гэп смягчается. На развитых рынках дивиденды приходятся на февраль, май, август, ноябрь.

Многие эмитенты считают день выплат венцом своей работы. Для инвесторов это время перебалансировки портфелей. Эмитенты могут прибегать к технологии мягкого подталкивания, чтобы сохранить интерес к своим бумагам и вместе с тем оставлять инвестору свободу выбора. В частности, перед датой закрытия реестра эмитент может активизировать связи с инвесторами. Этот период в наибольшей степени подходит для обсуждения стратегических вопросов и прогнозов. Как показывают лабораторные эксперименты поведенческой экономики, вовлекающиеся в деятельность эмитента инвесторы менее склонны к последующим распродажам его акций.

Причина, почему гэп в России больше и продолжительнее, чем за рубежом, достаточно проста. На внешних рынках распродаваемые розничными инвесторами акции скупают институциональные инвесторы. Организаторы IPO знают, что без профессионалов первый день торгов новыми акциями оборачивается обвалом. На вторичном рынке их роль слаба из-за малого объема активов под управлением. Управляющие компании вполне могли бы предлагать инвесторам налоговую оптимизацию с использованием паев биржевых фондов. Дивиденды, получаемые фондом, не облагаются НДФЛ, их реинвестирование повышает эффективную доходность вложений. Налог для пайщиков откладывается на будущее, пока паи не проданы. Биржевые фонды не заинтересованы сливать бумаги после даты закрытия реестра. Однако на конец 2024 г. на Московской Бирже представлено всего два БПИФа дивидендных акций. Розничные инвесторы предпочитают торговать сами, не доверяя свои портфели профессионалам. Пока на рынке сохраняется доминирование розницы, совокупный доход по дивидендным акциям будет уступать доходу по акциям без дивидендов.

Пока на рынке сохраняется доминирование розницы, совокупный доход по дивидендным акциям будет уступать доходу по акциям без дивидендов

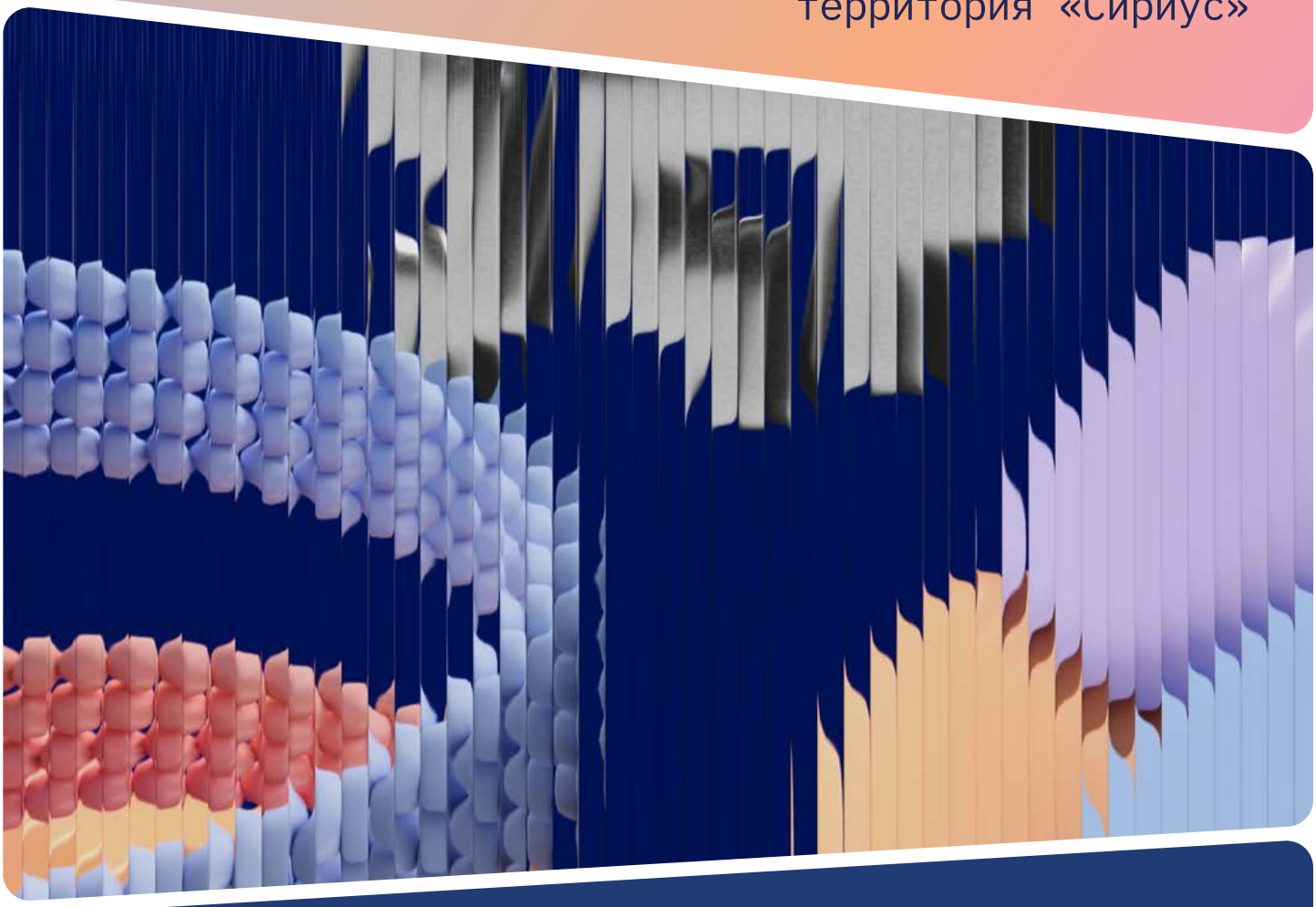
Стратегическое взаимодействие эмитентов и инвесторов составляет потенциал для улучшения ситуации. Говоря языком экономистов, фондовый рынок может обрести равновесие Нэша, названное в честь именитого математика. В равновесии Нэша ни один игрок не может получить дополнительную выгоду от своих действий, если другие игроки продолжают избранные стратегии. Мы не знаем, чем закончилась история с блондинкой в баре и была ли она в биографии Нэша. Известно, что герой стал лауреатом Нобелевской премии по экономике за «новаторский анализ равновесия в теории некооперативных игр». Взаимодействие эмитентов и инвесторов позволяет обрести обоюдовыгодное равновесие по дивидендным акциям: эмитентам — улучшить капитализацию, инвесторам — восполнить совокупный доход по акциям.

ФИНОПОЛИС

форум инновационных
финансовых технологий

8—10 ОКТЯБРЯ 2025

федеральная
территория «Сириус»



регистрация
на Форум

организатор

Банк России

РЕКЛАМА