

УДК 336.767

T.B. Маняхин

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
email: tvmanyakhin@fa.ru

ДИВИДЕНДНЫЙ ФАКТОР СТИМУЛИРОВАНИЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ

Ключевые слова: дивиденды, дивидендные аристократы, риски, частные инвестиции, акции, доходность.

Исследование посвящено общему анализу потенциала акций российских компаний, регулярно выплачивающих дивиденды, для привлечения долгосрочных частных инвестиций на российский фондовый рынок в текущих условиях высокой неопределенности. Ориентировочно оценен общий потенциал самих располагаемых частными лицами сбережений для инвестирования. На примере фондового рынка США, как наиболее ликвидного в мире, рассмотрена практика инвестиций в акции «дивидендных аристократов» в части нюансов понятийного аппарата, емкости и отраслевых особенностей соответствующих групп эмитентов и сравнительного анализа доходности вложений в акции компаний с указанным статусом относительно портфеля акций «широкого рынка» и «акций роста». Осуществлена попытка применить принятый в международной практике понятийный аппарат на российском фондовом рынке путем выборочной проверки соответствия крупнейших российских корпораций, выплачивающих дивиденды, критериям статуса «дивидендных аристократов». По итогам данного анализа сделаны выводы об отсутствии выявленных «дивидендных аристократов» по формальным признакам, но об их наличии по природе самого понятия. Выделены основные, по мнению автора, «корневые причины» данного обстоятельства. Обозначена перспективность работы в данном направлении для всех участников рынка с учетом риск-профиля российского частного инвестора. Даны общие рекомендации по большему использованию потенциала акций российских «плательщиков эмитентов», в том числе посредством разработки национального бенчмарка (эталона) «дивидендных аристократов» с учетом реалий российского фондового рынка.

T.V. Maniakhin

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
email: tvmanyakhin@fa.ru

THE DIVIDEND FACTOR OF STIMULATING LONG-TERM PRIVATE INVESTMENT IN RUSSIA

Keywords: dividends, dividend aristocrats, risks, private investments, stocks, profitability.

The study is devoted to a general analysis of the potential of shares of Russian companies that regularly pay dividends to attract long-term private investment in the Russian stock market in the current conditions of high uncertainty. The total potential of the savings available to individuals for investment is estimated approximately. Using the example of the US stock market, as the most liquid in the world, the practice of investing in shares of «dividend aristocrats» is considered in terms of the nuances of the conceptual apparatus, the capacity and industry specifics of the corresponding groups of issuers and a comparative analysis of the profitability of investments in shares of companies with the specified status relative to the portfolio of «broad market» and «growth stocks». An attempt has been made to apply the conceptual apparatus adopted in international practice on the Russian stock market by selectively verifying the compliance of the largest Russian corporations paying dividends with the criteria for the status of «dividend aristocrats». Based on the results of this analysis, conclusions are drawn about the absence of identified «dividend aristocrats» on formal grounds, but about their presence by the nature of the concept itself. The main, according to the author, «root causes» of this circumstance are highlighted. The prospects of work in this direction for all market participants are indicated, taking into account the risk profile of the Russian private investor. General recommendations are given for greater use of the potential of shares of Russian «payers of issuers», including through the development of a national benchmark (standard) of «dividend aristocrats», taking into account the realities of the Russian stock market.

Как известно, введенные в отношении России ограничения «недружественных» стран привели к оттоку иностранных инвестиций из страны, оказав сильное негативное воздействие

на ликвидность российского фондового рынка и сузив возможности российского бизнеса по осуществлению долгосрочных заимствований. В таких условиях в числе приоритетных задач финансо-

вых властей страны в настоящее время находится задача по стимулированию внутреннего фондирования российской экономики.

Кроме того, с учетом бурного развития российского фондового рынка во второй декаде 2000-х гг., к настоящему времени сформировалась внушительная инфраструктура фондового рынка со значительным штатом, во многом опирающаяся в своем росте на соответствующий уровень ликвидности и капитализации рынка, который теперь вряд ли соответствует текущим реалиям. Таким образом, задача стимулирования притока долгосрочных инвестиций на российский фондовый рынок – это не только задача финансирования трансформации и развития российской экономики в условиях ограничений, но и обеспечения стабильности финансовой инфраструктуры.

Кроме того, очевидно, что в условиях потери многими финансовыми посредниками определенной части своих доходов на фоне снижения ликвидности рынка существенно возрастает риск различного рода манипуляций на фондовом рынке, что не способствует повышению доверия к нему, еще больше закручивая спираль проблематики рынка.

Подтверждениями подобных явлений могут служить участвовавшие в 2022-2023 гг. случаи внезапных и существенных изменений котировок акций на торгах Московской биржи, в основном в акциях второго и третьего эшелона, без каких-либо значимых информационных поводов. Не вполне рыночное, по мнению автора, поведение котировок стало наблюдаться даже среди «голубых фишек», когда наблюдается резкий взлет цен на фьючерсы и котировок самих акций буквально за несколько часов до появления в прессе официальной информации о рекомендации менеджмента о выплате дивидендов.

В данных условиях вряд ли будет предметом научного и практического спора актуальность задачи насыщения рынка ликвидностью за счет доступных источников, среди которых, на фоне санкций, роль внутренних источников возрастает кратно.

Соответствующий потенциал, как показывает анализ статистических дан-

ных, на данный момент имеется. Так, объем вкладов (депозитов) и других привлеченных средств физических лиц на счетах в кредитных организациях (без учета средств на счетах эскроу) во всех валютах по состоянию на 01.04.2023 составил 37,2 трлн. рублей в рублевом эквиваленте [1]. Объем наличности у домашних хозяйств по состоянию на ту же дату составил 23,4 трлн. рублей [2].

При этом общий объем средств, вложенных домашними хозяйствами в долговые ценные бумаги, котируемые акции, паи и акции инвестиционных фондов, и денежных средств на брокерских счетах, по состоянию на 01.04.2023 составил около 13,3 трлн. руб., что почти в 5 раз меньше сбережений за пределами фондового рынка (наличность плюс счета и депозиты в кредитных организациях) [2]. И это не считая других альтернативных вложений населения (недвижимость, драгоценные металлы и др.). То есть потенциал инвестиций на фондовом рынке – значительный.

Для стимулирования его притока на фондовый рынок, как и для удержания на фондовом рынке тех средств, которые уже в него вложены, государство активно использует налоговый рычаг – большое внимание уделяется совершенствованию налоговых стимулов, в т.ч. механизма индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). Но несмотря на действенность данного направления, широко применяемого по всему миру, его потенциал ограничен необходимостью обеспечения баланса, с одной стороны, интересов государства в части придания инвестициям более долгосрочного характера и минимизации при этом бюджетных расходов, с другой – интересов инвесторов в части обеспечения максимально возможной дополнительной (за счет налогового рычага) доходности вложений [3].

Ближайшая по релевантности для большинства населения стратегии инвестирования, предполагающей нулевую терпимость к риску или риск на уровне банковского депозита (счета) в кредитной организации, участвующей в системе страхования вкладов, альтернатива из числа инструментов на фондовом рынке, а именно облигации с сопоставимым кредитным качеством и ликвид-

ностью, на практике вряд ли являются достойной альтернативой.

Реальная доходность таких вложений в большинстве случаев будет мало отличаться от банковских депозитов (счетов) с учетом необходимости уплаты покупателем накопленного купонного дохода, а также ввиду разницы в действующей системе налогообложения доходов от депозитов (счетов) и облигаций, являющейся более комфортной в случае с депозитами (счетами). Кроме того, вложения в облигации, несмотря на кажущуюся простоту, сопряжены с непростыми для большинства населения финансовыми вычислениями. Ошибки здесь зачастую приводят к потерям.

Достойной альтернативой наличности и средствам на депозитах (счетах) в кредитных организациях, каковой они и являются на развитых финансовых рынках, могли бы стать, по мнению автора, вложения в акции компаний, широко известных в мире как «дивидендные аристократы» – компании с высоким кредитным качеством, регулярно, на протяжении десятков лет, выплачивающие пассивный доход в виде дивидендов. Они вполне вписываются в риск-профиль массового российского инвестора за счет высокой надежности соответствующих корпораций. При этом в отличие от банковских депозитов (счетов) и облигаций надежных эмитентов они могут приносить дополнительную прибыль от роста котировок акций.

Вместе с тем, при очевидных преимуществах такого инструмента для консервативного долгосрочного инвестора приведенная выше статистика вложений домашних хозяйств складывается явно не в его пользу. В настоящей статье проведен анализ возможных причин данного обстоятельства сквозь призму наличия, возможностей и специфики «дивидендных аристократов» на российском фондовом рынке.

Цель исследования

Целью исследования является выявление наличия, специфики (при наличии) и потенциала использования в частном долгосрочном инвестировании акций компаний, широко известных в международной практике как «дивидендные аристократы».

Степень проработанности темы

Различные аспекты дивидендной темы, в том числе дивидендная политика компании, влияние дивидендов на цену акций и стоимость бизнеса, дивидендные стратегии и другие, достаточно широко представлены в отечественной и зарубежной научной литературе и на различных практико-ориентированных ресурсах. Актуальность и новизна данного исследования заключается в рассмотрении наличия и специфики выплат дивидендов на российском рынке в контексте их перспектив как фактора стимулирования долгосрочных частных инвестиций в национальную экономику. Кроме того, анализ отечественной литературы и аналитических ресурсов показал отсутствие общего правила отнесения в России компаний к «дивидендным аристократам». В данном исследовании даны предложения по закрытию данного пробела.

Практическая применимость результатов исследования

Результаты данного исследования могут быть использованы как научными работниками для дальнейших исследований различных аспектов рассматриваемой темы, так и финансовыми властями в рамках принятия решений в области стимулирования долгосрочных частных инвестиций на российском фондовом рынке. Отдельные аспекты исследования, очевидно, будут полезны и практикам фондового рынка в рамках принятия ими инвестиционных решений.

Объекты и методы исследования

Объектом исследования являются долгосрочные инвестиции частных лиц, предметом – особенности и потенциал инвестирования в акции российских эмитентов, регулярно выплачивающих дивиденды. В ходе исследования использованы методы сравнительного анализа, системный подход, методы индукции и дедукции и другие общенаучные методы.

Информационная база исследования

Информационной базой исследования стали преимущественно данные Банка России, агентства Standard&Poor's и различных авторитетных на фондовых рынках финансовых посредников, ана-

литических ресурсов. Также использованы результаты отдельных ранее выполненных научных исследований по рассматриваемой теме.

Результаты исследования и их обсуждение

Для достижения поставленной цели в статье последовательно раскрыты вопросы понятия, основных характеристик и роли «дивидендных аристократов» на развитых фондовых рынках, наличия и специфики «дивидендных аристократов» на российском фондовом рынке, их привлекательности для инвесторов в контексте соотношения риска и доходности и на этой основе рассмотрен вопрос о потенциале дивидендного аспекта корпоративной политики российских компаний для решения задачи по стимулированию притока долгосрочных частных инвестиций на отечественный фондовый рынок.

«Дивидендные аристократы» на развитых рынках

Для понимания наличия и специфики «дивидендных аристократов» на российском фондовом рынке необходимо понимать, какое качество изначально было вложено в данное понятие в мировой практике, а именно какие характеристики эмитента возвели данное понятие в ранг важного критерия инвестиционных стратегий.

Очевидно, что с учетом небольшого по мировым меркам срока функционирования современного российского фондового рынка и, опять же по мировым меркам, его невысокой ликвидности, указанное понятие в первую очередь необходимо рассматривать в преломлении к развитым рынкам. Не будет открытием, что в первую очередь для проведения соответствующего анализа релевантен фондовый рынок США.

Как показало исследование, длительная история и большой выбор компаний сделали возможными наличие не одного, а целого ряда терминов – «дивидендные аристократы», «дивидендные короли», «дивидендные чемпионы» и др.

Самый популярный термин – «дивидендные аристократы» – в мировой практике принято ассоциировать с ком-

панией Standard&Poor's, которая ведет список соответствующих эмитентов и рассчитывает индексы, отражающие данные эмитентов в различных срезах, которые могут представлять интерес для различных типов инвесторов.

Так, к «дивидендным аристократам» Standard&Poor's относит эмитентов, которые представлены в популярном индексе S&P 500 и одновременно отвечают следующему критерию – ежегодно в течение последних 25 лет повышали размер выплачиваемых дивидендов. При этом для включения в основной индекс по «дивидендным аристократам» – S&P 500 Dividend Aristocrats (рассчитывается с данных за 1989 год) – эмитенты также должны иметь рыночную капитализацию не менее 3 млрд. долл. США, а ежедневный объем торгов за последние 3 месяца должен составлять как минимум 5 млн. долл. США.

Последние два показателя сложно назвать высоким «порогом входа» по меркам американского рынка, что обеспечивает хорошую репрезентативность эмитентов в индексе. И на первый план выходит именно то, что необходимо инвесторам с соответствующей стратегией – надежность эмитента (в индекс S&P 500 включаются финансово надежные компании) и не просто устойчивые выплаты дивидендов, а постоянное на протяжении длительного времени (25 лет) повышение их размера, что важно с точки зрения компенсации инфляции.

Близким к «дивидендным аристократам» понятием является термин «дивидендный чемпион». Отличие заключается в том, что для отнесения к последнему для эмитента необязательно входить в состав индекса S&P 500, достаточно выполнить второй критерий – ежегодно на протяжении не менее 25 лет повышать размер дивидендных выплат [4].

По состоянию на 31.05.2023 к числу «дивидендных аристократов», вошедших в состав индекса S&P 500 Dividend Aristocrats, были отнесены 66 эмитентов, почти половина из которых (46,8%) относятся к двум секторам экономики – Consumer Staples (компании, предоставляющие товары и услуги ежедневного спроса, слабо эла-

стичного к изменению экономического цикла) и Industrials (промышленный сектор). Более 10% в индексе также получил каждый из таких секторов как Healthcare (медицина) и Financials (финансовые компании). Также высокую долю (12,2%) занимает сектор Materials (разведка, добыча, обработка и производство товаров из полезных ископаемых).

Секторы, включающие наиболее популярные среди трейдеров на фондовом рынке компании, спрос на продукцию которых наиболее эластичен к изменению экономического цикла (Consumer Discretionary и Information Technology), составляют всего около 8% [5].

Такая репрезентативность секторов экономики в индексе «дивидендных аристократов» объясняется достаточно просто – многие компании из секторов Consumer Staples, Healthcare, Industrials и Financials имеют стабильный денежный поток, а значит и возможность выплачивать дивиденды. При этом период экономического спада не сказывается на денежном потоке многих из них в такой мере, в которой он оказывает влияние на бизнес компаний, от продукции которой в сложные времена можно и отказаться.

Другой популярный индекс, также рассчитываемый Standard&Poor's – S&P High Yield Dividend Aristocrats – сфокусирован на другой, также не мало важной, стороне вопроса – на размере выплат относительно цены акции эмитента, то есть на дивидендной доходности. Для этой цели немного снижены требования к капитализации (компания должна быть не в S&P 500, достаточно быть в S&P Composite 1500) и к продолжительности периода ежегодного повышения размера дивидендов (не менее 20 лет).

В результате такой рекалибровки по состоянию на 31.05.2023 в него вошел 121 эмитент из различных секторов. При этом смещение акцента с числа компаний и их «размера» на доходность, что ожидаемо, не сильно изменило общую картину представленности в индексе секторов экономики. Анализ данных показал, что первые два места, как и в случае с S&P 500 Dividend Aristocrats, заняли секторы Consumer

Staples и Industrials (в общей сложности – около 40% в структуре индекса).

К числу значимых отличий можно отнести более высокую долю в «доходном» индексе компаний из сектора Utilities (электро-, газо- и водоснабжение) – на долю сектора приходится около 16% [6].

Стоит отметить, что в данном индексе по состоянию на 31.05.2023 не получили высокой доли компании из сектора Energy (энергетика), многие из которых, традиционно выплачивают высокие дивиденды. В последнее время котировки акций данных компаний сильно выросли, что могло сказаться на их дивидендной доходности. С другой стороны, достаточно высокую долю в индексе получили компании сектора Financials, которые в целом не отличались высокой дивидендной доходностью. Но в настоящее время котировки акций американских финансовых компаний находятся на относительно низких исторических уровнях, в том числе ввиду недавних проблем в банковском секторе и последствий для кредитования от цикла повышения целевой ставки.

Компанией Standard&Poor's рассчитывается и ряд других индексов, посвященных «дивидендным аристократам», например глобальный индекс (S&P Global Dividend Aristocrats), большая часть которого представлена компаниями из США, Канады и Японии, индекс «дивидендных аристократов», ведущих ответственную экологическую, социальную и корпоративную политику (S&P ESG High Yield Dividend Aristocrats Index).

Масштабы развитых рынков позволили наряду с понятием «дивидендный аристократ» также использовать в инвестиционных стратегиях и такое понятие как «дивидендный король». К данной группе принято относить эмитентов, которые ежегодно повышают размер дивидендов в течение более 50 лет. Таким образом, если «дивидендные аристократы» – это своего рода высшее сословие компаний, осуществляющих дивидендные выплаты, то «дивидендные короли» – элита таких компаний. Сюда, в том числе, относятся Procter&Gamble, Coca-Cola, Johnson&Johnson, Target, Altria, Colgate Palmolive [7].

Таблица 1

Доля «дивидендных аристократов» из различных секторов экономики в структуре S&P 500 Dividend Aristocrats и S&P High Yield Dividend Aristocrats (по состоянию на 31.05.2023)

Сектор	Краткая характеристика	Доля в S&P 500 Dividend Aristocrats, %	Место	Доля в S&P High Yield Dividend Aristocrats, %	Место
Consumer staples	Товары и услуги ежедневного потребления	24,00	1	16,80	2
Industrials	Промышленность	22,80	2	18,90	1
Materials	Разведка, добыча, обработка и производство товаров из полезных ископаемых	12,20	3	9,40	5
Financials	Финансовые услуги	10,70	4	16,50	3
Healthcare	Медицина	10,50	5	5,60	7
Real Estate	Недвижимость	4,60	6	6,50	6
Utilities	Электро-, газо- и водоснабжение	4,60	7	15,60	4
Consumer Discretionary	Товары и услуги, спрос на которые эластичен к экономическому циклу	4,50	8	5,00	8
Information Technology	Информационные технологии	3,30	9	3,00	9
Energy	Энергетика	2,80	10	2,30	10
Communication services	Связь и коммуникации	-	-	0,50	11
Итого		100	-	100	-

Таблица 2

Основные принятые на фондовом рынке США категории эмитентов, регулярно повышающих размер выплачиваемых дивидендов (по состоянию на 02.06.2023)

Категория	Общие критерии включения эмитентов в категорию	К-во
Dividend Challengers	Ежегодно увеличивают дивиденды на протяжении от 5 до 9 лет (включены в индекс S&P 500)	220
Dividend Achievers	Ежегодно увеличивают дивиденды в течение более 10 лет (имеют листинг на Nasdaq)	370
Dividend Contenders	Ежегодно увеличивают дивиденды на протяжении от 10 до 24 лет	307
Dividend Aristocrats	Ежегодно увеличивают дивиденды на протяжении более 25 лет (включены в индекс S&P 500 Dividend Aristocrats)	66
Dividend Champions	Ежегодно увеличивают дивиденды на протяжении более 25 лет (вхождение в S&P 500 необязательно)	127
Dividend Kings	Ежегодно увеличивают дивиденды в течение более 50 лет	44
Dogs of the Dow	10 эмитентов с наибольшей дивидендной доходностью из числа входящих в Dow Jones Industrials Average	10

Примечание: * по данным ресурсов [5], [7], [8], [9] и [10].

Есть и другие популярные на развитых рынках категории, отражающие различные временные отрезки и другие аспекты выплаты дивидендов. Например, компании, которым удалось ежегодно повышать дивиденды на протяжении от 5 до 9 лет («Dividend Challengers»), и они включены в индекс S&P 500, или компании, которые смогли ежегодно повышать размер дивидендов в течение более 10 лет и имеют листинг на Nasdaq («Dividend Achievers»). Компании же, которые вплотную подобрались к рубежу «дивидендных аристократов» (25 лет), ежегодно повышая размер дивидендных выплат на рубеже от 10 до 24 лет, классифицируют как «претенденты на дивидендных аристократов» («Dividend Contenders»). Один и тот же эмитент может присутствовать в разных списках в зависимости от критериев вхождения в них.

С компаниями, регулярно выплачивающими дивиденды, тесно связана и широко известная на развитых рынках инвестиционная стратегия «Dogs of the Dow», предполагающая инвестирование в 10 «голубых фишек» с наибольшей дивидендной доходностью из числа входящих в Dow Jones Industrials Average [8]. Особенность стратегии – инвестиции в акции указанного индекса, но, по возможности, в те из них, которые способны максимизировать доходность за счет высоких дивидендных выплат. К первой пятерке «Dogs of the Dow» в текущий момент можно отнести Verizon, Dow Inc., Intel, Walgreens Boots Alliance и 3M, что во многом связано с просадкой стоимости их акций.

Приведенные в таблице 2 данные по количеству эмитентов в той или иной категории могут различаться на различных ресурсах в зависимости от дополнительных критериев, предъявляемых к спискам составляющими их компаниями (ресурсами), например вхождение в тот или иной индекс, выполнение требований по дивидендной доходности, капитализации и др. В целом же, с поправкой на такие критерии, наблюдается тенденция к сокращению числа компаний от более низкого к более высокому (элитному) уровню.

Данные таблицы свидетельствуют о наличии широких возможностей для

различных типов инвестиционных стратегий со сдержанным уровнем риска, что характерно не только для акций эмитентов из США. Подобные возможности есть и на других развитых рынках, и они доступны как через инвестиции непосредственно в акции, так и в депозитарные расписки и различные фонды. Особенностью рынка акций США является и частота выплаты дивидендов – как правило, ежеквартально, в то время как на многих других рынках выплаты осуществляются раз в полугодие или даже в год.

При таких возможностях получения стабильного пассивного дохода с низким уровнем риска возникает логичный вопрос о достаточности такой стратегии в сравнении с долгосрочным инвестированием в «широкий рынок» или в «акции роста».

Соответствующий сравнительный анализ данных на ресурсе Standard&Poor's [5] в отношении наиболее популярной из вышеотмеченных категорий («Dividend Aristocrats») показал, что совокупная доходность (от роста цен и дивидендов) инвестиций в «дивидендных аристократов» (S&P 500 Dividend Aristocrats (TR)) на горизонте в 10 лет проигрывает как инвестициям в компании индекса S&P 500 (TR), так и в «акции роста» из числа компаний, входящих в S&P 500 (S&P 500 Growth (TR)).

Так, приведенная к годовому измерению совокупная доходность дивидендного индекса составила 11,40% при доходности вложений в S&P 500 – 12,27%, в «акции роста» – 13,85%. Следует оговориться, что к «акциям роста» отнесены компании с перспективами роста бизнеса из числа входящих в состав S&P 500, то есть это достаточно надежная категория в отличие от высокорискованных «акций роста», к которым относятся различные стартапы. Тем надежнее вложения в компании индекса S&P 500 Growth (TR).

При этом наблюдается ожидаемая, с учетом секторальных характеристик «дивидендных аристократов», особенность, заключающаяся в их большей совокупной доходности в периоды просадки рынка на информации об ухудшении (ожидании ухудшения) экономической ситуации, негативно влияющей на ком-

пании, спрос на продукцию которых эластичен к изменению экономического цикла. Подтверждением тому служит повышенная, в сравнении с «широким рынком» и «акциями роста», совокупная доходность инвестиций в «дивидендных аристократов» в период со 2-го квартала 2022 года по 2-й квартал текущего года на фоне повышения ставки регулятора в США.

Также следует отметить, что инвестиции в «дивидендных аристократов», исходя из вышеприведенной статистики, за последние 10 лет приносили совокупную ежегодную доходность (11,40%), как минимум в 3 раза превышающую максимальную безрисковую ставку за данный период (доходность казначейских 10-летних нот).

Последнее обстоятельство уже является серьезным аргументом для консервативных инвесторов при выборе в пользу инвестиций именно в акции (фонды акций), а не в депозиты и облигации. При этом это взаимовыгодно на длинном отрезке времени, так как для эмитента поддержание более высокой цены акции, а дивиденды находят свое отражение в ней, это и возможность выгодного дополнительного размещения акций, и высокая рыночная стоимость бизнеса, и популяризация бренда.

Выплата дивидендов эмитентами в России

Изучение информации по российским эмитентам на отечественных аналитических ресурсах показало отсутствие такого разнообразия понятий в отношении компаний, регулярно выплачивающих дивиденды. Наиболее часто встречающееся понятие – «дивидендный аристократ», но данное понятие не имеет в российской практике устоявшихся четких очертаний.

Хотя, надо отметить, что понятийная структура различного рода «плательщиков дивидендов», действующая, например, на рынке США, вполне применима для современного российского фондового рынка, история которого уже насчитывает почти 30 лет. Исключением являются только «дивидендные короли» (50 лет и более).

Одни источники относят к «дивидендным аристократам» эмитентов,

ежегодно повышающих размер дивидендов на протяжении 5 лет и более, другие – в 6 или 7 лет. Общеустоявшегося правила нет, как в ходе исследования не было установлено и ресурсов с систематизированными за период с начала рыночных реформ данными о выплатах дивидендов российскими компаниями. Как правило, популярные аналитические ресурсы приводят данные, начиная с какой-то «отсечки», например с 2000 года и позднее.

Даже на сайтах самих эмитентов нередко не приводится достаточной информации об истории выплаты дивидендов. Еще меньше компаний публикуют систематизированные данные о выплатах с 1990-х гг., как это, например, делает ПАО Газпром [11].

Понятие «дивидендные аристократы» используется финансовыми посредниками при создании различных фондов для инвестирования в паи или в рамках стратегий автоследования. Например, структура торговавшегося на Московской бирже биржевого паевого инвестиционного фонда «Дивидендные аристократы РФ» (тикер – FMRU ETF) была основана на следовании за индексом «ФИНАМ. Индекс дивидендных аристократов РФ», в расчет которого включались лидеры индекса Московской биржи по дивидендной доходности за последние годы. То есть ориентир в данном случае – больше на дивидендную доходность, а не на длительности периода выплат.

Так, по данным УК Финам [12], по состоянию на 28.04.2023 в составе указанного БПИФ присутствовали 15 эмитентов (в порядке убывания долей): ПАО Сбербанк, ПАО Татнефть, ПАО ЛУКОЙЛ, ПАО Сургутнефтегаз, ПАО МТС, ПАО Газпром, ПАО ФосАгро, ПАО РусГидро, ПАО НК Роснефть, ПАО Транснефть, ПАО РОСТЕЛЕКОМ, ПАО ГМК НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ, ПАО Московская Биржа, ПАО Магнит и ПАО Северсталь.

В целом аналогично поступают и другие финансовые посредники, включая в свои продукты и рекомендации различные «дивидендные» компании, акцентируя внимание не на многолетней устойчивости дивидендных выплат, что является базой применительно к различ-

ного рода «дивидендным аристократам» в международной практике, а на ожидаемой дивидендной доходности акций в текущих реалиях.

Для определения того, можно ли в принципе применительно к российскому рынку использовать понятие «дивидендные аристократы» в том значении, в котором оно используется за рубежом, для целей исследования были отобраны 10 крупнейших по рыночной капитализации российских эмитентов, так как в S&P 500, куда должны входить «дивидендные аристократы», отбираются только надежные компании.

Исходим из того, что понятие «дивидендные аристократы» рассматривается на развитых рынках в первую очередь в контексте консервативных стратегий с соответствующим им низким уровнем риска. Возможно, есть компании, которые непрерывно платят дивиденды, и даже повышают их в течение 5-10 лет, но, если это маленькие по капитализации компании, то вряд ли имеет смысл рассматривать их на предмет консервативного инвестирования на более долгосрочном отрезке.

Затем среди выбранных компаний проверено выполнение второго условия их отнесения к категории «дивидендных аристократов» и подобным категориям – минимальное количество лет непрерывного ежегодного повышения размера дивидендов.

Целью данной работы не является составление детального списка российских «дивидендных аристократов» или иной подходящей для российского рынка категории, что может стать предметом отдельного исследования. В рамках данного исследования необходимо понять принципиальную релевантность международных подходов к российскому рынку и наличие в России «дивидендных аристократов». Для данной цели выбранного подхода, по мнению автора, достаточно.

Один из лидеров российского рынка – ПАО Сбербанк – уже не подпадает под категорию «дивидендных аристократов», так как в 2008 году снизил размер дивидендов. Снижения происходили и в других годах [13]. В результате формально ПАО Сбербанк не попадает даже под категорию «Dividend Challengers».

Но заслуживает внимания сам факт достаточно длительной истории выплат (около 20 лет) до решения о невыплате дивидендов в 2022 году и восходящий тренд размера выплат. Также в контексте привлекательности для консервативных инвестиций важен системообразующий характер банка.

НК Роснефть также нельзя отнести даже к категории «Dividend Challengers», так как неоднократно имели место снижения размера выплат, в том числе в последние годы. Но, как и в случае с ПАО Сбербанк, компания имеет длительную историю выплаты дивидендов (около 20 лет) с восходящим трендом.

ПАО Новатэк, как показало исследование, если смотреть дивидендные выплаты по году выплаты, то вполне попадает даже в ближайшую к «дивидендным аристократам» категорию «Dividend Contenders» (ежегодные повышения размера дивидендных выплат на горизонте от 10 до 25 лет). Компания также имеет стабильный денежный поток.

Следующий гигант российского фондового рынка – ПАО Газпром, к сожалению, формально не попадает даже в категорию «Dividend Challengers» из-за имевших место снижений размера дивидендных выплат, но компания имеет историю выплат дивидендов на рубеже почти 30 лет, с общим восходящим трендом.

Компания НК Лукойл формально может быть признана не удовлетворяющей критериям к включению даже в «Dividend Challengers», но с учетом более, чем 20-летней истории ежегодных дивидендных выплат и однозначно восходящего тренда в размерах выплат она, по сути, скорее подходит для категории «Dividend Contenders» (претенденты на включение в «дивидендные аристократы»).

ПАО Газпром нефть также формально не отвечает критериям для включения в категорию «Dividend Challengers», так как имели место снижения размера дивидендных выплат от года к году, но компания также как и предыдущие эмитенты имеет длительную (более, чем 20-летнюю) историю дивидендных выплат с восходящим трендом.

Похожая картина наблюдается и в отношении ГМК Норникель – из-за отдель-

ных снижений размера дивидендных выплат компания может не подходить под критерии «Dividend Challengers», но она осуществляет выплаты дивидендов ежегодно на протяжении более, чем 20 лет, с тенденцией к росту их размеров.

Другой крупный участник на российском фондовом рынке – ПАО Полюс – в своей дивидендной истории имеет годы, когда дивиденды не выплачивались, но в целом компания платит дивиденды на протяжении более, чем 20 лет, и очевиден общий тренд на увеличение размера дивидендных выплат.

ПАО Сургутнефтегаз имеет периоды снижения размера дивидендных выплат при том, что компания ежегодно платит дивиденды на протяжении более 20 лет, и в целом прослеживается тенденция к повышению размера дивидендов.

Закрывает десятку рассмотренных компаний ПАО Татнефть. Данная компания также в отдельные годы снижала выплаты дивидендов относительно предыдущих лет, но, как и предыдущие компании, характеризуется длительным периодом ежегодной выплаты дивидендов с общим трендом на увеличение их размера.

Учитывая, что в периметр детального анализа дивидендной истории попали только 10 из числа крупнейших компаний, представленных на российском фондовом рынке, список для анализа дивидендных выплат можно продолжать еще достаточно долго (ПАО МТС, ПАО ОГК-2, ПАО Фосагро и многие другие), тем более, что круг компаний, выплачивающих дивиденды, действительно широк. Но необходимость в таком анализе в рамках данного исследования отсутствует, так как общие закономерности уже видны.

В рамках проведенного выборочного анализа не выявлено компаний, которые формально соответствовали бы основному общепринятому на развитых рынках критерию включения в категорию «дивидендных аристократов» – ежегодное повышение размера дивидендных выплат на протяжении не менее 25 лет. При этом установлены единичные случаи соответствия компаний категории «Dividend Challengers» (ежегодное повышение выплат на отрезке от 5 до 9 лет) и приближенной к «дивидендным аристокра-

там» категории «Dividend Contenders» (повышения размера дивидендов от 10 до 25 лет).

Вместе с тем, результаты анализа дают основания полагать о явном наличии в России большого количества «дивидендных аристократов» и претендентов на данный статус (компании категории «Dividend Contenders») не по формальным критериям, а по природе данных понятий. Первые же десять компаний, попавшие в выборку, практически ежегодно выплачивают дивиденды на протяжении 20 лет и более, при этом у всех очевиден тренд на увеличение размера выплат. Главное же в различных категориях «плательщиков дивидендов», будь то «дивидендные аристократы» или иная категория, если оставить в стороне формальный критерий отсутствия пропусков в повышении размера дивидендов – устойчивость выплат и повышения их размера.

То есть проблематика состоит не в отсутствии в России соответствующих эмитентов, а в невыполнении ими формального критерия о повышении размера выплаты в отдельные моменты их дивидендной истории. Данное обстоятельство, по мнению автора, можно объяснить несколькими факторами.

Конечно, это частично можно объяснить и молодостью национального фондового рынка с начала рыночных реформ – всего около 30 лет, чего явно недостаточно для формирования соответствующей полноценной категории эмитентов. Но данный фактор вряд ли является определяющим, так как согласно результатам анализа, многие снижения размера дивидендов происходили в последние 5 лет. То есть мы вряд ли имели бы выбор из «дивидендных аристократов» даже если бы российскому фондовому рынку было 40 лет.

Также очевиден такой фактор как риск-профиль российской экономики и связанные с ним внезапные шоки, заставляющие компании отказываться или снижать размеры дивидендных выплат в пользу преодоления временных финансовых затруднений. Но данный фактор также вряд ли имеет определяющее воздействие с учетом того, что многим «дивидендным аристократам» на развитых рынках не менее серьезные трудно-

сти, обусловленные, например, мировым финансовым кризисом 2007-2008 гг. или пандемией 2020 г., не помешали сохранить свой статус.

Более же важными, «глубинными», факторами, которые, по мнению автора, не стимулируют эмитентов строго выдерживать дисциплину по регулярной выплате и повышению размера дивидендов, являются:

- невысокая емкость фондового рынка, в условиях которой эмитенты не полагаются на акционеров в расчете на будущее привлечение капитала в той мере, в которой это имеет место на развитых рынках;

- возможная невысокая заинтересованность большинства крупных компаний в продвижении своего бренда на внутреннем фондовом рынке, поскольку их продукция внутри страны итак востребована, либо она ориентирована на внешний рынок;

- высокая степень участия государства в бизнесе многих корпораций, в условиях чего в сложных ситуациях они скорее справедливо рассчитывают на поддержку государства, а не рынка;

- отсутствие в России бенчмарка (эталона) «дивидендного аристократа» или иной подобной категории как таковой, в результате чего у эмитентов просто нет ориентира для соблюдения, а у инвесторов – своего рода «марки качества».

Само по себе отсутствие на российском фондовом рынке какого-либо бенчмарка (эталона) компании, регулярно выплачивающей и повышающей размеры дивидендов, не является ограничением ни для инвесторов, ни для эмитентов. В конечном итоге для инвестора первичным является соотношение риска и доходности, которое он оценивает и без категории «дивидендного аристократа», а для эмитента важны, в первую очередь, возможность привлечь капитал и реализовать продукцию – задачи, которые эмитенты решают без принадлежности к указанной категории эмитентов.

Вместе с тем, по мнению автора, разработка для российского рынка четкого бенчмарка (эталона) по аналогии с зарубежными «дивидендными аристократами» имеет хороший потенциал в части стимулирования частных инвестиций

на отечественном фондовом рынке. Для инвесторов выполнение эмитентами соответствующих критериев – это однозначно дополнительный плюс при оценке кредитного риска инвестиций и формировании стратегий, полагающихся на регулярный пассивный доход. В итоге – это дополнительные инвестиции на фондовом рынке.

Для эмитентов же появится дополнительный стимул соблюдать дисциплину выплаты и повышения размера дивидендов. Наличие эмитента в соответствующей категории в конечном итоге окупится доверием инвесторов и хорошей ценой акций. Кроме того, дивиденды – это ликвидность, которая частично трансформируется в инвестиции.

Необязательно при разработке такого бенчмарка (эталона) копировать зарубежный опыт, можно взять его за основу и учесть российские реалии – например, сделать несколько категорий, где базовой категорией будет группа эмитентов, которые ежегодно платят дивиденды, т.е. не пропускают выплаты, с общей тенденцией к повышению их размера. При этом для целей учета доходности можно сделать поправку на определенный коэффициент, отражающий среднюю ежегодную прибавку к размеру дивиденда (не каждый год, а в среднем за период, то есть учесть тренд).

Одновременно, с учетом российских реалий, для базовой категории можно установить «порог входа» по регулярности выплаты не в виде отсутствия пропусков, а, к примеру, наличие не более одного пропуска или снижения размера выплаты за определенный период (например, 10 лет) при том, что за следующий период дивиденды были выплачены с повышением не ниже темпа прироста до пропуска (снижения размера). Это позволит отсеять эмитентов с реальными финансовыми сложностями.

Возможные и другие идеи «настройки» базовой категории под российские реалии. Остальные же категории, как и на развитых рынках, будут свидетельствовать либо об «элитном статусе» эмитентов, либо о близости к базовой категории. Судя по результатам проведенного анализа, базовая категория будет достаточно широкой. Также найдется множество эмитентов и для «соседних» категорий.

Функцию разработки и поддержания категорий «плательщиков дивидендов» было бы логично, по мнению автора, выполнять Московской бирже с учетом того, что это фактически биржевой рынок ценных бумаг страны, и у нее есть вся необходимая для этого информация, инфраструктура и авторитет на рынке. Ведение такого бенчмарка (эталона), вероятно, позволило бы внедрять новые продукты и самой бирже, и предоставить четкий ориентир для продуктов, рейтингов и стратегий финансовых посредников.

В ходе анализа также обращено внимание на более значительную волатильность цен акций российских эмитентов в сравнении с эмитентами из США при объявлении компанией решения о выплате дивидендов и об их размере, что является следствием недостатка стабильности в выплатах российских эмитентов, а стабильность и невысокая волатильность – неотъемлемая характеристика «дивидендных аристократов».

Разработка бенчмарка (эталона) способствовала бы повышению стабильности выплат. При этом на пользу стабильности, по мнению автора, пошел бы и перевод выплат на ежеквартальную основу (сейчас в большинстве случаев – ежегодно или два раза в год), что распределило бы колебания цен на большее число выплат. Есть основания полагать, что это также стало бы дополнительным плюсом для инвесторов.

Выводы

Результаты исследования показали, что в России существует заметный потенциал для привлечения долгосрочных частных инвестиций на национальный фондовый рынок. По данным Банка России, десятки триллионов рублей хранятся домохозяйствами в наличных и на банковских вкладах (счетах), которые не приносят дохода (в первом случае) или приносят доход по безрисковой ставке (во втором случае).

Потенциал использования налоговых стимулов, в том числе механизма ИИС, в целом задействован и ограничен налоговыми ставками и возможностями государственного бюджета. Вложения в облигации российских эмитентов вряд ли являются серьезной альтернативой банковскому вкладу, так как при том же кре-

дитном качестве эмитента разница в конечной доходности невелика. При этом она сокращается за счет более выгодного налогообложения дохода от вкладов. Привлекательность же вложений в акции ограничивается связанной с ними в текущих условиях неопределенностью.

В данных условиях для большинства частных инвесторов, характеризующихся консервативным риск-профилем, на первый план выходят инвестиции, которые могли бы при низком уровне риска обеспечить доходность на уровне выше безрисковой ставки.

Анализ международной практики показал, что в неспокойные для экономики времена хорошей стратегией инвестирования на фондовом рынке является вложение средств в акции «дивидендных аристократов» – за счет надежности и регулярного пассивного дохода они по совокупной доходности превосходят в соответствующие периоды времени вложения в «акции роста» и в акции «широкого рынка».

Популярность данной стратегии с учетом длительного периода функционирования развитых рынков привела к созданию целой системы категорий «плательщиков дивидендов» и их различных трактовок, отличающихся длительностью периода ежегодного повышения размера дивидендов, включением эмитентов в различные индексы, капитализацией эмитентов и другими критериями.

Центральной категорией можно считать «дивидендных аристократов» (эмитенты из индекса S&P 500, ежегодно повышающие размер дивидендов на протяжении не менее 25 лет). Остальные категории характеризуют приближение в различной степени к данному статусу, одна из категорий («дивидендные короли») – перевыполнение предъявляемых к нему требований (ежегодное увеличение дивидендов более 50 лет). Еще одна популярная категория («Dogs of the Dow») сфокусирована на 10 компаниях, которые платят наиболее высокие дивиденды из числа входящих в индекс Dow Jones Industrials Average.

Емкость указанных категорий (число входящих в них компаний) достаточно высокая, что делает их хорошим инструментом для инвесторов.

Выборочный анализ дивидендной истории крупнейших российских эмитентов, осуществляющих выплаты дивидендов, не выявил в России компаний, формально соответствующих критериям «дивидендных аристократов». Отдельные компании попали под критерии иных категорий, приближенных по сроку к «дивидендным аристократам».

При этом, как показало исследование, несоответствие критериям указанной базовой категории вызвано скорее формальными причинами, нежели содержательными. Практически все попавшие в выборку корпорации ежегодно на протяжении длительного времени (20 лет и более) осуществляли выплаты дивидендов с тенденцией к их увеличению, лишь в отдельные годы допуская пропуски выплат либо снижение их размера, что и стало причиной несоответствия. Все корпорации отвечали «глубинным» критериям отнесения к категории «дивидендных аристократов» и к максимально к ним приближенным. С учетом этого есть основания полагать о том, что большое число российских эмитентов содержательно вполне можно отнести к указанным категориям.

Наличие пропусков в выплатах (снижений выплат) дивидендов вызвано, по мнению автора, не столько молодостью рынка (многие корпорации платят дивиденды с 1990-х годов) и кризисами, хотя значимая доля влияния данных факторов безусловно есть, сколько невысоким в сравнении с развитыми рынками потенциалом частных инвесторов в фондировании корпораций, участием во многих из них государства (возможность поддержки), обеспеченным спросом на продукцию на рынке и, как следствие, возможной невысокой заинтересованностью эмитентов в постоянном

поддержании интереса рынка к акциям и в продвижении своего бренда.

По результатам исследования автором однозначно усматривается потенциал акций «плательщиков дивидендов». Для этого возможна разработка, например Московской биржей, национального бенчмарка (эталона), где вариантом базовой категории может стать группа компаний, ежегодно выплачивающих дивиденды в течение длительного периода (необязательно повышающих их размер каждый год) с поправкой, в российских реалиях, на определенный темп прироста размера дивидендов в среднем за период. Возможен также допуск, к примеру, одного пропуска (снижения размера) выплаты при условии восстановления в следующем году с темпом прироста до пропуска (снижения).

По мнению автора, от ведения данного бенчмарка (эталона) в итоге выиграют все участники рынка.

Повышению потенциала акций «плательщиков дивидендов» для стимулирования долгосрочных частных инвестиций, на взгляд автора, способствовал бы и определенный вклад со стороны государства, тем более что в структуре собственности российских корпораций государство играет не последнюю роль. Одним из возможных направлений могло бы стать стимулирование устойчивости выплат дивидендов и, по возможности, переход преимущественно на их ежеквартальную выплату – это должно снизить сильное влияние выплат на цену акций, что важно для консервативных инвесторов.

Результаты исследования могут стать основой для дальнейших исследований, в том числе в части разработки российского бенчмарка (эталона) «дивидендных аристократов».

Библиографический список

1. Банк России. Сведения о размещенных и привлеченных средствах. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/ (дата обращения: 17.05.2023).
2. Банк России. Показатель сбережений сектора «Домашние хозяйства» по отдельным финансовым инструментам. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/pkshouse2022/ (дата обращения: 18.05.2023).
3. Маняхин Т.В. Налоговые аспекты стимулирования частных инвестиций на российском финансовом рынке// *Управленческий учет*. № 4 (2023). С. 174-186.

4. Insider Monkey. Dividend Champions vs Aristocrats. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.insidermonkey.com/blog/dividend-champions-vs-aristocrats-12-under-the-radar-stocks-to-consider-1142695/> (дата обращения: 31.05.2023).
5. Standard&Poor's. S&P 500 Dividend Aristocrats. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/strategy/sp-500-dividend-aristocrats/#overview> (дата обращения: 01.06.2023).
6. Standard&Poor's. S&P High Yield Dividend Aristocrats. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/strategy/sp-high-yield-dividend-aristocrats-index/#overview> (дата обращения: 01.06.2023).
7. Dividend.com. Dividend Kings. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.dividend.com/dividend-kings/> (дата обращения: 01.06.2023).
8. The Motley Fool. Meet the 2023 Dogs of the Dow. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.fool.com/investing/2023/01/02/meet-the-2023-dogs-of-the-dow/> (дата обращения: 02.06.2023).
9. Sure Dividend. 2023 Dividend Achievers List. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.suredividend.com/dividend-achievers-list/> (дата обращения: 02.06.2023).
10. FinanceCharts. Dividend Challengers Stocks for June 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.financecharts.com/screener/dividend-challengers> (дата обращения: 02.06.2023).
11. ПАО Газпром. История дивидендных выплат. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.gazprom.ru/investors/dividends/dividends-history> (дата обращения: 02.06.2023).
12. УК Финам. Дивидендные Аристократы РФ. [Электронный ресурс]. URL: https://www.fdu.ru/funds/struct/aristocratsru_fund?requestDate=28.04.2023 (дата обращения: 02.06.2023).
13. УК Доход. Дивиденды по акциям. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.dohod.ru/ik/analytics/dividend> (дата обращения: 02.06.2023).