

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И  
ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ  
ФЕДЕРАЦИИ»  
(РАНХиГС)

ОСОБЕННОСТИ И РИСКИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИЙ СТРАН  
БРИКС

Научно-исследовательская работа выполнена в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС на 2021 год

Абрамов А. Е., к. э. н., заведующий научно-исследовательской лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, 0000-0003-4285-9115, [abramov-ae@ranepa.ru](mailto:abramov-ae@ranepa.ru).

Беляков Ю. А., младший научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, [belyakov-ya@ranepa.ru](mailto:belyakov-ya@ranepa.ru).

Радыгин А. Д., д. э. н., проф., декан экономического факультета Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, член совета директоров Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва), 0000-0003-2242-9994, [arad@ranepa.ru](mailto:arad@ranepa.ru).

Чернова М. И., научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, 0000-0003-0144-1820, [chernova-mi@ranepa.ru](mailto:chernova-mi@ranepa.ru)

Москва, 2021

FEDERAL STATE BUDGETARY EDUCATIONAL INSTITUTION OF HIGHER  
EDUCATION

" Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration"  
(RANEPA)

FEATURES AND RISKS OF THE DIVIDEND POLICY OF BRICS' COMPANIES

The study was prepared as part of the state research order of the RANEPA for 2021

Alexander E. Abramov – Head of Department for Analysis of Institutions and Financial Markets of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia), 0000-0003-4285-9115, [abramov-ae@ranepa.ru](mailto:abramov-ae@ranepa.ru).

Yury A. Belyakov – Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia), [belyakov-ya@ranepa.ru](mailto:belyakov-ya@ranepa.ru).

Alexander D. Radygin – Chairman of the Scientific Council of the Gaidar Institute for Economic Policy; Director of the Institute of Economics, Mathematics and Information Technology, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences, Professor (Moscow, Russia), 0000-0003-2242-9994, [arad@ranepa.ru](mailto:arad@ranepa.ru).

Maria I. Chernova – Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia), 0000-0003-0144-1820, [chernova-mi@ranepa.ru](mailto:chernova-mi@ranepa.ru).

Moscow, 2021

## Аннотация

Данная работа посвящена исследованию влияния дивидендной политики на доходность акций и капитализацию компаний стран БРИКС. **Цель исследования** – выявление особенностей дивидендной политики и различий по странам БРИКС и Южной Кореи. **Актуальность** работы состоит в том, что межстрановые аспекты дивидендной политики компаний и возможности факторного инвестирования в странах БРИКС мало изучены. **Задачи** исследования включают сбор наиболее репрезентативной выборки компаний, представляющих фондовые рынки стран, анализ потенциала применения дивидендных факторных стратегий, выявление сходств и различий дивидендной политики стран; анализ долгосрочной связи между капитализацией компаний и их дивидендной политикой. **Методы** исследования опираются на моделирование инвестиционных стратегий, а также применение многофакторных моделей долгосрочного ценообразования на основе данных Блумберг. **Научная новизна** исследования заключалась в использовании расширенной выборки компаний, сборе уникальной базы данных с рядом факторов за достаточно длинный исторический промежуток, а также разработка нового подхода к исследованию на основе классических методов. **К основным результатам** исследования относится то, что дивидендные выплаты росли в большинстве стран, причем высокие дивиденды не способствовали росту капитализации компаний. Рост дивидендных выплат оказывается выгоден для частных инвесторов, которые в долгосрочном периоде получают совокупную доходность выше среднерыночной. Лучшие результаты показали портфели на рынке России и Бразилии. Выявлена дивидендная премия на рынках России, Бразилии, Индии и ЮАР с учетом факторов размера и стоимости. **Основные выводы** предполагают, что с помощью высоких дивидендов компании в странах БРИКС могут привлекать долгосрочных инвесторов, и, возможно, это и является основным стимулом, которым руководствуются компании при осуществлении дивидендной политики. При этом данная стратегия достаточно рискованная для самих эмитентов, так как высокие дивидендные выплаты не ведут к опережающему росту курсовой стоимости акций. Дальнейшим направлением этого исследования является расширение выборки стран, увеличение количества учитываемых рискованных факторов, увеличение исторического периода для анализа, а также включение более специфических факторов, так как тематика дивидендной политики не теряет свою актуальность уже многие десятилетия, особенно для развивающихся стран.

Ключевые слова: выплата дивидендов, дивидендная политика, доходность акций, российские компании, компании с государственным участием, факторное инвестирование.

JEL: E22, G32, G35, G38.

## Abstract

This work is focused on studying the impact of dividend policy on stock returns and capitalization of companies in the BRICS countries. The **purpose of the study** is to identify the features of dividend policy and differences across the BRICS countries and South Korea. The **relevance** of the work lies in the fact that the cross-country aspects of the dividend policy of companies and the possibilities of factor investment in the BRICS countries remain poorly explored. The **objectives** of the study include collecting the most representative sample of companies representing the stock markets of respective countries, analyzing the potential for applying dividend factor strategies, identifying similarities and differences in the countries' dividend policies; analysis of the long-term relationship between the capitalization of companies and their dividend policy. Research **methods** are based on modeling investment strategies, as well as the multivariate capital asset pricing models based on Bloomberg data. The **scientific novelty** of the study included an expanded sample of companies, collection of a unique database with multiple factors over a fairly long historical period, and the development of a new approach to research based on classical methods. The **main results** of the study include the fact that dividend payments were growing in most countries, and high dividends did not contribute to the growth of the companies' capitalization. The increase in dividend payments turns out to be beneficial for private investors, who receive a cumulative return above the market average in the long run. The best performing portfolios were those in the markets of Russia and Brazil. We revealed the dividend premiums in the markets of Russia, Brazil, India and South Africa, factoring in the company size and value. The **main findings** suggest that high dividends can help companies in the BRICS countries attract long-term investors, and this may be the main incentive for companies in implementing dividend policies. At the same time, this strategy is quite risky for the companies, since high dividend payments do not necessarily result in capitalization growth. A further direction of this study is to expand the sample of countries, increase the number of risk factors, increase the historical period for analysis, as well as to include more

specific factors, since the topic of dividend policy has not lost its relevance for many decades, especially for developing countries.

Key words: dividend payment, dividend policy, stock returns, Russian companies, state-owned companies, factor investment.

JEL: E22, G32, G35, G38.

## **Введение**

В последнее время факторное инвестирование набирает всё большую популярность. С каждым годом растёт количество институциональных инвесторов и взаимных фондов, применяющих стратегии факторного инвестирования. Большой интерес в данной области представляет исследование стратегий инвестирования, основанных на дивидендных факторах. Дивидендная политика играет важную роль в инвестиционной привлекательности любой компании. При помощи высоких дивидендов компания может привлечь инвесторов при публичном размещении акций, а также стимулировать спрос на вторичном рынке акций для повышения их стоимости и капитализации компании. При этом высокие дивидендные выплаты ограничивают компанию в ресурсах, которые она могла бы направить на поддержку перспективных и прибыльных проектов. Перечисленные противоречия повышают интерес к исследованию влияния дивидендной политики на капитализацию и доходность ценных бумаг, которую получают инвесторы.

Новизна исследования состоит в том, что в последнее время на некоторых развивающихся рынках, в частности, на рынке России можно видеть возрастающий интерес к дивидендам как со стороны инвесторов, так и со стороны государства. Исследования в России в данной области практически не проводились. Растущий интерес к дивидендам со стороны инвесторов заставляет компании более внимательно относиться к своей дивидендной политике, в результате чего можно видеть увеличение объемов выплачиваемых дивидендов. Перечисленные факты увеличивают разнообразие подходов в осуществлении дивидендной политики со стороны компании. Это делает возможным сегментацию компаний по дивидендным показателям и увеличивает вероятность наличия дивидендной премии на рынке. В перспективе, дальнейшее исследования в этой области могут помочь проводить

компаниям более эффективную как для инвесторов, так и для самих компаний, дивидендную политику,

В нашей работе проведено исследование доходности портфелей на длинных горизонтах, построенных на основании фактора доли прибыли на выплату дивидендов, в сочетании с другими фундаментальными показателями компании. Исследован характер влияния выплаты высоких дивидендов на капитализацию компаний. Полученные результаты могут помочь ряду компаний понять характер связи дивидендной политики и стоимости ценных бумаг. Для ответа на вопрос об оправданности дивидендных стратегий для инвесторов, проведен эконометрический анализ избыточной доходности построенных портфелей. Исследована способность дивидендных факторов описывать избыточную доходность. Данная работа обосновывает возможность построения стратегий инвестирования, основанных на дивидендных факторах, как на рынке России, так и на развивающихся рынках стран БРИКС.

# 1. Методология

Для исследования вопроса эффективности факторных стратегий, основанных на дивидендных показателях в долгосрочном периоде, были составлены различные портфели, для которых наблюдалась курсовая и совокупная (изменение стоимости + дивиденды) доходность в течение некоторого временного отрезка. Состав акций в портфеле обновлялся в начале календарного года на основании значений факторов за предыдущий календарный год.

Месячная доходность каждого портфеля считалась как взвешенная по капитализации месячная доходность акций в его составе. При этом для исключения выбросов и лучшей диверсификации вес акции не мог превышать 30% для малых портфелей (от 4 до 6 компаний) и 20% для больших портфелей (более 6 компаний). Широкий индекс акций включает в себя все входящие в выборку компании на исследуемом рынке, взвешенные по капитализации с ограничением на концентрацию 15%.

Для сравнения составленных портфелей между собой были рассчитаны характеристики средней годовой курсовой и совокупной доходности. Для сравнения портфелей не только по показателю доходности, но и степени их волатильности, был посчитан коэффициент Шарпа, учитывающий дивидендные поступления, которые не несут дополнительного риска для акции (поэтому не были учтены при расчете годовой волатильности акций).

На основе анализа теоретической и эмпирической литературы возникает вопрос о наличии зависимости курсовой и совокупной доходности от доли прибыли, которая идет на выплату дивидендов. Влияет ли пропорция распределения чистой прибыли компании на дивиденды и иные цели, включая инвестиции на долгосрочную совокупную доходность ее акций для инвесторов. Если влияет, то в каком направлении – способствует росту или снижению данной совокупной доходности. Одной из наиболее распространенных мер дивидендной политики является коэффициент Payout Ratio (POR) - отношение суммарного объема выплаченных дивидендов к чистой прибыли компании в отчетном году.

Также возникает вопрос о целесообразности направления большой доли прибыли на выплаты акционерам для увеличения капитализации компании. Согласно теории Линтнера «синица в руке» [1], увеличение дивидендов действительно может привлечь инвесторов, предпочитающих безрисковый доход в настоящем. Также в соответствии с «сигналинговой теорией» Бхаттачарья [2] увеличение доли прибыли,

идущей на выплаты дивидендов, может быть сигналом для участников рынка о положительных изменениях в деятельности фирмы, который создаст избыточный спрос на ценные бумаги и приведет к повышению капитализации. Согласно теории «иррелевантности дивидендов» Миллера и Модильяни [3] изменение выплат никак не должно отражаться на рыночной стоимости компании, а соответственно и на курсовой доходности её акций. Увеличение дивидендных выплат может быть отрицательно воспринято инвесторами. При наличии перспективных инвестиционных возможностей у компании ей необходимы свободные денежные средства, которые она может направить на поддержку различных проектов.

Для исследования влияния значения коэффициента Payout Ratio на капитализацию компании, а также на доходность ценных бумаг, были составлены три портфеля, которые корректировались раз в год в соответствии с правилом в таблице (таблица 1).

Таблица 1

Портфели, составленные по фактору Payout Ratio

Портфель	Payout ratio компаний, которые вошли в портфель
Портфель №1	POR < quantile(33%)
Портфель №2	POR > quantile(33%) и POR < quantile(67%)
Портфель №3	POR > quantile(67%)

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Следует сказать, что высокие значения Payout Ratio не всегда гарантируют высокую дивидендную доходность. Компания может получить очень небольшую прибыль за некоторый отчетный год и направить её полностью на выплаты акционерам. Это даст POR, равный 100, однако дивиденд на одну акцию может быть незначительным по сравнению с ценой. Показатель дивидендной доходности является достаточно важным для инвесторов при составлении портфелей. Он обеспечивает безрисковый доход, который имеет большое влияние в долгосрочном периоде.

Одновременно контролировать значения показателя Payout Ratio и уровень дивидендной доходности может помочь такой фундаментальный фактор, как Price-to-Earnings. Price-to-Earnings (P/E) - отношение цены акции к величине прибыли на одну акцию. Также данный показатель можно рассматривать как отношение капитализации компании к её прибыли. P/E помогает контролировать уровень дивидендной доходности при фиксированных значениях Payout Ratio благодаря декомпозиции, которая приведена в формуле (1).

$$DividendYield = \frac{D}{P} = \frac{D/E}{P/E} = \frac{Payout\ Ratio}{Price\ to\ Earnings} \quad (1)$$



где D - размер дивидендов на акцию;

P - цена акции;

E - прибыль на одну акцию;

*DividendYield* - дивидендная доходность ценной бумаги.

Исходя из этого можно заключить, что компании имеющие высокие значения POR и низкие значения P/E должны иметь более высокую дивидендную доходность и наоборот - низкие значения POR и высокие значения P/E говорят о низком уровне дивидендной доходности. В случае, когда оба показателя имеют высокие или низкие значения, нельзя точно судить о размере дивидендной доходности.

Для исследования стратегий инвестирования, основанных на этих двух факторах, компании на рынке были разбиты на 4 портфеля, по принципу, приведенному в таблице (таблица 2).

Таблица 2

Составленные портфели для показателей Payout Ratio и Price to Earnings

Портфель	Payout ratio и Price to Earnings компаний, которые вошли в портфель
Портфель №1	$POR > median(POR)$ и $P/E > median(P/E)$
Портфель №2	$POR > median(POR)$ и $P/E < median(P/E)$
Портфель №3	$POR < median(POR)$ и $P/E > median(P/E)$
Портфель №4	$POR < median(POR)$ и $P/E < median(P/E)$

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Примечание  $median(P/E)$  - медианное значение соответствующего показателя среди выборки в фиксированном году.

Коэффициент Price-to-Earnings также можно интерпретировать как показатель недооцененности или переоцененности компаний. Низкие значения P/E свидетельствуют о том, что рынок недооценивает стоимость акций компании, а высокие говорят о переоценке. Для отражения рыночной недооцененности или переоцененности часто используют гораздо более стабильный показатель Price-to-Book, который является обратным значением фактора Book-to-Market, используемого во многих современных многофакторных моделях. Price-to-Book - показатель, отражающий отношение рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости. Компании, имеющие низкие значения данного фактора, называют компаниями стоимости, а высокие значения - компаниями роста. Компании роста, как правило, принадлежат технологическому сектору. Компании стоимости же часто относятся к нефтегазовому, горнодобывающему, банковскому секторам и другим отраслям экономики, которые подразумевают под собой огромные активы.

Для исследований стратегий инвестирования, основанных на факторах Payout-Ratio и Price-to-Book были составлены 4 портфеля, аналогично правилу в таблице 2.

Основные проверяемые гипотезы в данной части исследования можно сформулировать следующим образом:

H1: Высокие дивиденды не помогают компаниям развивающихся рынков увеличивать свою капитализацию.

H2: Стратегии инвестирования, использующие дивидендные факторы, не позволяют инвесторам получить доходность выше рыночных значений в долгосрочном периоде.

Основной интерес в текущем исследовании представляют портфели, включающие в себя акции компаний с высокими дивидендными выплатами, поэтому эконометрический анализ проводился именно для них. Описанные стратегии направлены на максимизацию совокупной доходности инвестора, включая дивидендные поступления, поэтому в оцениваемые уравнения были включены только общие (изменение стоимости + дивиденды) показатели доходности.

Как показано в работе Фама и Френч [4] большое влияние на доходность акций имеют систематические факторы размера и стоимости компаний, которые также могут объяснять значительную часть волатильности портфеля. Для контроля этих риск-факторов, соответствующие показатели были включены в оцениваемое уравнение. Также необходимо учитывать изменяющуюся во времени минимальную требуемую доходность к активам, которую можно выразить значениями безрисковой ставки.

Итоговое оцениваемое уравнение можно выразить формулой (2).

$$TRp - Rf = \alpha p + \beta p \cdot (TRm - Rf) + sp \cdot TSMB + hp \cdot THML + \varepsilon p \quad (2)$$

где  $TRp$  - совокупная месячная доходность портфеля (изменение стоимости + дивиденды);

$Rf$  - безрисковая месячная ставка;

$TRm$  - совокупная месячная рыночная брутто-доходность;

$TSMB$  - показатель отражающий размер компании (разность между совокупными доходностями портфелей акций малой и большой капитализации);

*TNML* - показатель, отражающий недооцененность акции (разность между совокупными доходностями портфелей акций с большими и малыми отношениями балансовой стоимости к рыночной стоимости).

Стратегии факторного инвестирования Бендера [5] имеют достаточно циклический характер: в некоторые моменты они работают хорошо, а в другие не сработают. Для контроля моментов, в которые исследуемые стратегии действительно приносят значимое превосходство над рынком с учетом риск-факторов, уравнение (2) было оценено скользящим окном с периодом оценивания в 60 месяцев и шагом 1 месяц.

На основании всего вышесказанного можно сформулировать следующую гипотезу для проверки:

Н3: Стратегии факторного инвестирования в акции с высокими дивидендами не позволяют инвестору получить статистически значимое превосходство над рынком с учетом факторов размера и недооцененности.

Наличие в оцениваемом уравнении статистически значимых положительных альфа-коэффициентов может являться серьезным аргументом в пользу отвержения гипотезы Н3. Отсутствие таковых будет являться сигналом о справедливости сформулированной гипотезы.

В случае отвержения гипотезы Н3 возникает вопрос о наличии факторов, которые могут объяснить положительное и значимое превосходство над рынком. Сформированные портфели включают в себя акции компаний, которые выплачивают значительную долю чистой прибыли в виде дивидендов и обеспечивают высокие показатели дивидендной доходности акций. Учитывая данный факт, можно предположить, что именно факторы, связанные с дивидендной политикой компаний, могут объяснять полученную избыточную доходность. На основании этого можно выдвинуть ещё одну проверяемую гипотезу:

Н4: Факторы, связанные с дивидендной политикой компаний не могут объяснять статистически значимое превосходство сформированных портфелей над рынком.

В качестве показателей, которые могут объяснять статистически значимые коэффициенты альфа, было взято два фактора. Первый фактор отображает разницу совокупной доходности портфеля компаний, которые выплачивают высокие дивиденды и портфеля компаний, которые выплачивают низкие дивиденды. Второй фактор является разницей совокупной доходности портфеля компаний, которые

выплачивают высокие дивиденды и портфеля компаний, которые не производят выплат акционерам. Данные показатели были включены в оцениваемое уравнение, которое приняло вид, отраженный в формуле (3).

$$TR_p - R_f = \alpha_p + \beta_p \cdot (TR_m - R_f) + s_p \cdot TSMB + h_p \cdot THML + \gamma_p \cdot TDML + \lambda_p \cdot TDMZ + \varepsilon_p \quad (3)$$

где TDML - разность совокупных доходностей портфелей компаний, выплачивающих высокие и низкие дивиденды;

TDMZ - разность совокупных доходностей портфелей компаний с высокими дивидендами и без дивидендов.

Данное уравнение также было оценено скользящим окном длиной 60 месяцев и шагом в 1 месяц. Альфа-коэффициенты исследовались на значимость в различные периоды времени. Падение значимости альфа-коэффициентов в уравнении (3) по сравнению с уравнением (2) является серьезным поводом для отвержения гипотезы H4 при условии повышения объясняющей способности модели и значимости коэффициентов при добавленных факторах.

## 2. Описание данных

Исследование влияния дивидендной политики на стратегии факторного инвестирования производилось на развивающихся рынках стран, входящих в межгосударственное объединение БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР) на временном промежутке 2006-2019 гг. Данные страны являются крупнейшими представителями развивающихся экономик. В исследуемую выборку на российском рынке вошли 167 компаний, котирующихся на Московской бирже. Рынок Китая представлен 1600 компаниями, акции которых включены в листинг Шанхайской биржи. Выборка для Индии состоит из 460 компаний, которые котируются на Бомбейской бирже. Бразилия представлена выборкой из 344 компаний, которые включены в листинг биржи Сан-Паулу. Исследуемая выборка для ЮАР состоит из 256 компаний, которые котируются на Йоханнесбургской бирже.

В окончательную исследуемую выборку для каждого рынка попали компании, которые имели доступные значения по показателям Payout Ratio, Price-to-Earnings, Price-to-Book, Dividend Yield, Market Capitalization хотя бы для двух лет из исследуемого периода. Также для исследования были необходимы дневные значения цен акций компаний, поэтому компании с недоступными значениями данного показателя были исключены из исследования. Также из анализа исключались выбросы по всем показателям: выбросами считались значения  $POR > 400$ ,  $P/E > 500$ ,  $P/B > 100$ .

Исследование для всех стран проводилось в долларах США для обеспечения единого подхода. Данный факт следует учитывать, потому что валюты многих анализируемых стран за период 2006-2019 гг. ослабли по отношению к доллару.

### 3. Эмпирический анализ доходности факторных портфелей на рынках стран БРИКС

#### Бразилия

В таблице (таблица 3) представлены среднегодовые значения рассчитываемых показателей при разбиении портфелей по фактору Payout Ratio.

Таблица 3

Показатели портфелей, основанные на факторе Payout Ratio на рынке Бразилии

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	8.55	12.2	3.65	50.53	0.22
Без дивидендов	6.8	6.8	0	72.13	0.08
Низкий POR	8.04	9.36	1.32	44.48	0.18
Средний POR	2.59	6.39	3.8	48.32	0.11
Высокий POR	5.92	10.84	4.92	31.06	0.31

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из приведенной таблицы (таблица 3) видно, что Широкий индекс акций показал лучшие значения курсовой и совокупной доходности. При этом он имел достаточно высокий уровень волатильности. Компании с низкими дивидендными выплатами показали более высокий уровень курсовой доходности чем компании с высокими выплатами. При этом худшую курсовую доходность показали акции со средними дивидендными выплатами. Возникает вопрос о наличии нелинейной связи между курсовой доходностью и объемом выплачиваемых дивидендов. По данным приведенной таблицы нельзя сделать вывод о справедливости гипотезы H1. Лучшее соотношение доходность-риск показал портфель акций с высокими дивидендами выплатами. Данный результат обеспечен высокой стабильностью акций, которые направляют большую долю прибыли на выплаты акционерам на бразильском рынке. Это говорит о том, что высокие дивиденды на рынке Бразилии платят зрелые и стабильные компании, которые имеют низкую волатильность акций. Данный факт может свидетельствовать в пользу отвержения гипотезы H2.

Более уверенные выводы о справедливости сформулированных гипотез может позволить сделать анализ портфелей на основании факторов Payout Ratio и Price-to-Earnings. Показатели доходности и волатильности данных портфелей приведены в таблице (таблица 4).

Таблица 4

Показатели портфелей, основанные на факторах Payout Ratio и Price-to-Earnings на рынке Бразилии

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	8.55	12.2	3.65	50.53	0.22
Высокий POR Высокий P/E	2.94	6.33	3.38	37.84	0.14
Высокий POR Низкий P/E	7	12.73	5.74	50.48	0.23
Низкий POR Высокий P/E	6.83	8.59	1.76	45.94	0.16
Низкий POR Низкий P/E	7.85	11.3	3.45	46.77	0.22

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из таблицы (таблица 4) видно, что при фиксированных значениях P/E, лучшие значения курсовой доходности показали портфели с более низкими дивидендными выплатами, что свидетельствует в пользу справедливости гипотезы H1. Наилучшие значения совокупной доходности и коэффициента Шарпа показал портфель недооцененных акций с высокими дивидендными выплатами. Данный факт свидетельствует в пользу отвержения гипотезы H2. Несмотря на то, что широкий индекс акций показал высокие значения доходности, факторные стратегии, основанные на дивидендных показателях, способны приносить доходность выше рыночных значений при сопоставимых показателях риска.

Из таблицы (таблица 5) можно сделать обратные по сравнению с таблицей 4 выводы: при фиксированных значения показателя P/B более высокие значения курсовой доходности имеют компании, которые выплачивают более высокие дивиденды. Этот факт свидетельствует в пользу отвержения гипотезы H1. При этом лучшие значения курсовой и совокупной доходности, а также коэффициента Шарпа показал портфель, состоящий из недооцененных акций с высокими дивидендными выплатами, уверенно обойдя рыночные значения. Это является ещё одним подтверждением несостоятельности гипотезы H2 на рынке Бразилии.

Таблица 5

Показатели портфелей, основанных на факторах Payout Ratio и Price-to-Book на рынке Бразилии

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	8.55	12.2	3.65	50.53	0.22
Высокий POR Высокий P/B	4.79	8.91	4.13	39.49	0.2
Высокий POR Низкий P/B	11.35	16.01	4.66	52.77	0.28
Низкий POR Высокий P/B	3.83	6.59	2.76	48.16	0.11

Низкий POR Низкий P/B	8.87	11.96	3.09	47.9	0.22
-----------------------	------	-------	------	------	------

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Таким образом нельзя сделать однозначных выводов о справедливости гипотезы о том, что высокие дивиденды не помогают компаниям увеличивать капитализацию. При этом показано, что стратегии инвестирования в недооцененные акции с высокими дивидендными выплатами позволяют превзойти рынок по значениям доходности, скорректированной на риск.

Далее необходимо проверить, как ведут себя стратегии инвестирования, основанные на дивидендных факторах, на пятилетнем временном отрезке. В текущей части работы необходимо проверить гипотезу H3, которая была сформулирована ранее. В таблице (таблица 6) представлены значения коэффициента инфляции дисперсии для факторов на рынке Бразилии. Из таблицы видно, что проблема высокой мультиколлинеарности отсутствует.

Таблица 6

Коэффициент инфляции дисперсии для факторов на рынке Бразилии

Фактор	MRKT	TSMB	THML	TDML	TDMZ
VIF	1.75	1.50	1.22	1.28	1.55

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Значения t-статистики альфа-коэффициентов, полученных при оценивании трехфакторной модели для портфелей с высоким Payout Ratio, приведены на рисунке 1 (рисунок 1). На рисунке 2 (рисунок 2) приведены значения скорректированного  $R^2$  оцененных регрессий.

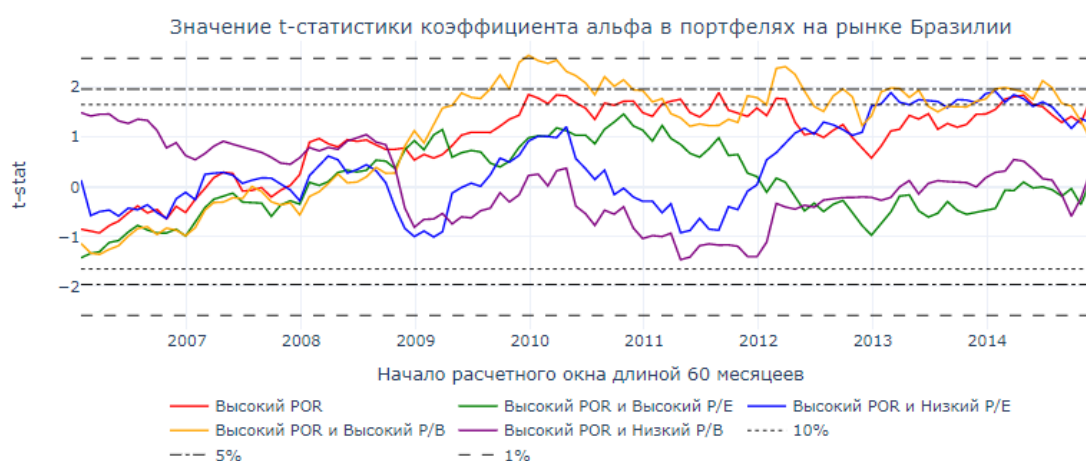


Рисунок 1. Значение t-статистик альфа-коэффициентов портфелей с высокими дивидендными выплатами на бразильском рынке

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.



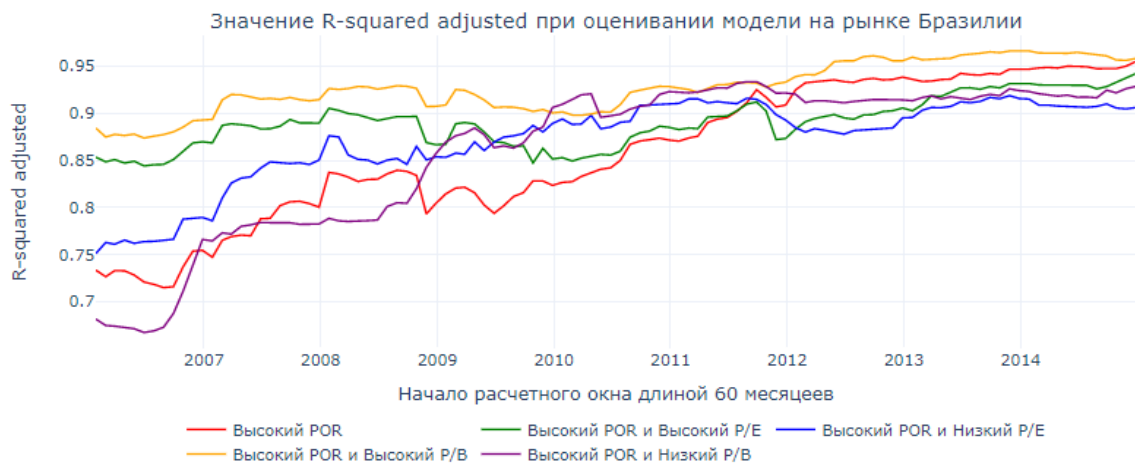


Рисунок 2. Значение R-squared adjusted при оценивании трехфакторной модели на бразильском рынке

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Портфель акций роста с высокими дивидендами показал значимую альфу практически на всем временном промежутке с 2009 по 2019 гг. Данный портфель показал не самый высокий уровень доходности в долгосрочном периоде, однако отличался высоким уровнем стабильности и низкой волатильностью, за что и получил значимые положительные значения альфа-коэффициента с учетом риск-факторов недооцененности и размера.

Объясняющая способность дивидендных факторов на рынке Бразилии проверена на примере портфеля с высоким POR и высоким P/B. Результаты оценивания модели приведены на рисунке 3 (рисунок 3).



Рисунок 3. Изменение модели при добавлении дивидендных факторов на рынке Бразилии

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Введенные факторы снижают статистическую значимость альфа-коэффициента в период 2010–2019. При этом в расчетном окне с начала 2012 до конца 2017 годов, F-статистика введенных факторов находилась на незначимом уровне, что говорит о наличии других факторов, которые объясняли избыточную доходность данного портфеля.

Стратегии инвестирования в дивидендные акции на рынке Бразилии показали хорошие результаты. При этом лучшие значения альфа-коэффициента показал портфель акций роста с высокими дивидендами. Высокая стабильность данного портфеля позволяет говорить о том, что на рынке Бразилии дивидендные выплаты позволяют поддерживать высокий спрос на акции компаний, которые уже растут выше рыночных темпов. Дивидендные факторы частично способны объяснять избыточную доходность портфелей, полученных в результате применения дивидендных стратегий инвестирования на рынке Бразилии.

#### *Индия*

Из таблицы (таблица 7) видно, что лучшие значения курсовой и совокупной доходности показали компании с низким уровнем дивидендных выплат. При этом портфель акций без дивидендов показал худшие значения доходности и является худшим вариантом для инвестирования из представленных в таблице портфелей по соотношению доходность-риск. Из этого можно сделать вывод, что рынок положительно реагирует на сам факт выплаты дивидендов, нежели на размер выплат, о чем говорит отрицательная зависимость курсовой доходности от доли прибыли, идущей на выплаты (при их наличии). Капитализация компаний с более высокими дивидендами растет медленнее, что свидетельствует о справедливости сформулированной гипотезы H1. При этом компании со средними и высокими дивидендами не так сильно отстают от компаний с низкими выплатами по значениям совокупной доходности и превосходят среднерыночные значения. Портфель компаний с высокими дивидендами показал самую низкую волатильность и лучшие значения коэффициента Шарпа.

Таблица 7

Показатели портфелей, основанные на факторе Payout Ratio на рынке Индии

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	5.45	7.21	1.76	43.68	0.14
Без дивидендов	1.96	1.96	0	48.37	0.02
Низкий POR	8.11	9.09	0.97	51.66	0.15

Средний POR	6.00	7.75	1.74	50.14	0.13
Высокий POR	5.10	7.95	2.85	36.41	0.19

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из таблицы (таблица 8) видно, что наилучшие значения курсовой и совокупной доходности показал портфель акций с низким P/E и низкими дивидендными выплатами, при этом данный портфель имел высокий уровень волатильности и показал идентичные значения коэффициента Шарпа с портфелем Высокий POR Высокий P/E. По результатам, приведенным в таблице 2 нельзя сделать однозначного вывода о справедливости гипотезы H1. При этом оба портфеля с высокими дивидендами превзошли рыночный индекс по значениям совокупной доходности, уступив лишь портфелю с низким P/E и низким POR. Портфель с высокими дивидендными выплатами и высоким P/E оказался лучшим по доходности, скорректированной на риск. Данные факты свидетельствует в пользу отвержения гипотезы H2 для рынка Индии.

Таблица 8

Показатели портфелей, основанные на факторах Payout Ratio и Price-to-Earnings на рынке Индии

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	5.45	7.21	1.76	43.68	0.14
Высокий POR Высокий P/E	6.81	8.64	1.83	39.15	0.19
Высокий POR Низкий P/E	3.90	7.60	3.70	47.26	0.14
Низкий POR Высокий P/E	4.06	4.93	0.88	43.24	0.09
Низкий POR Низкий P/E	11.33	12.98	1.64	60.95	0.19

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из таблицы (таблица 9) видно, что курсовая доходность компаний с высокими дивидендами ниже, чем у компаний с низкими дивидендами. Портфель с низкими дивидендными выплатами и низким P/E вновь показал лучшие значения курсовой и совокупной доходности. Все остальные портфели показали примерно идентичные значения совокупной доходности. При этом при фиксированных значениях P/B более высокую доходность показали портфели с более низкими дивидендными выплатами. Это говорит о том, что инвесторы на рынке индии более ориентированы на прирост стоимости акций, нежели на стабильные выплаты и отдадут предпочтение именно акциям с низкими дивидендами. Результаты, приведенные в таблице 3 больше

свидетельствуют о подтверждении гипотезы H2, в отличие от результатов, приведенных в таблице 2.

Таблица 9

Показатели портфелей, основанных на факторах Payout Ratio и Price-to-Book на рынке Индии

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	5.45	7.21	1.76	43.68	0.14
Высокий POR	5.52	7.68	2.16	38.14	0.17
Высокий P/B	3.88	7.06	3.18	47.33	0.12
Низкий POR	6.87	7.82	0.95	45.17	0.15
Высокий P/B	8.41	10.02	1.61	60.10	0.15
Низкий POR					
Низкий P/B					

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рынке Индии высокие дивидендные выплаты не помогают компаниям увеличивать их капитализацию. При этом нельзя сделать однозначных выводов о преимуществе инвестирования в акции с высокими дивидендами в сочетании с отбором по другим факторам для максимизации совокупной доходности.

Для проверки гипотезы H3 была оценена трехфакторная модель. Перед построением модели необходимо проверить, что между факторами нет высокой мультиколлинеарности.

В таблице (таблица 10) представлены значения коэффициента инфляции дисперсии для факторов на рынке Индии.

Таблица 10

Коэффициент инфляции дисперсии для факторов на рынке Индии

Фактор	MRKT	TSMB	THML	TDML	TDMZ
VIF	1.71	1.14	1.34	2.01	1.85

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из таблицы (таблица 10) также видно, что между факторами нет сильной мультиколлинеарности, поскольку ни одно значение VIF не превосходит десяти.

Значения t-статистики альфа-коэффициентов, полученных при оценивании трехфакторной модели для портфелей с высоким Payout Ratio, приведены на рисунке 4 (рисунок 4). На рисунке 5 (рисунок 5) приведены значения скорректированного  $R^2$  оцененных регрессий.

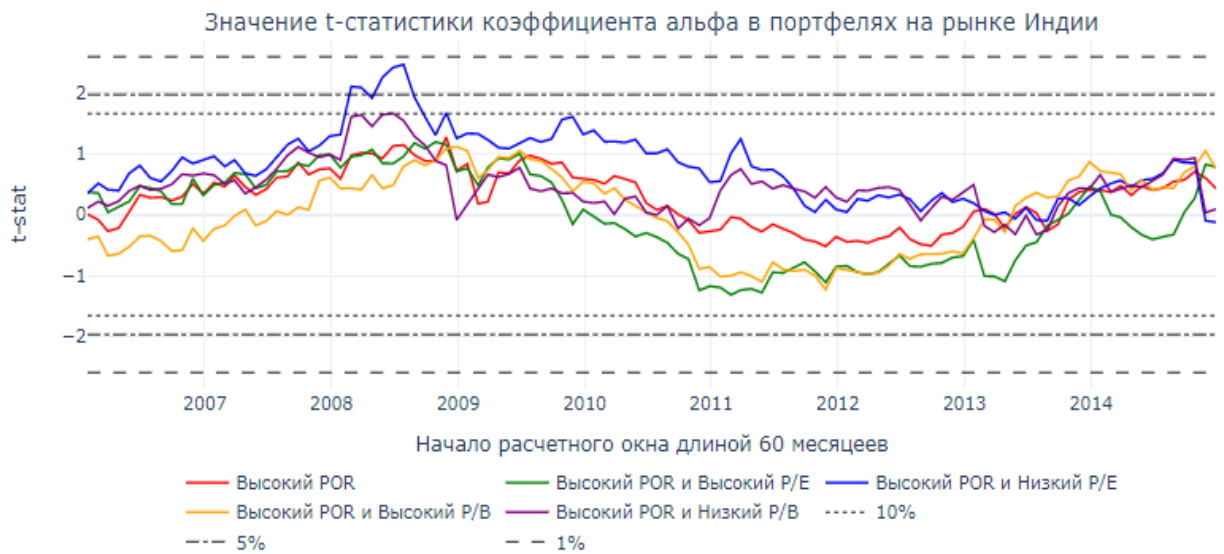


Рисунок 4. Значение t-статистик альфа-коэффициентов портфелей с высокими дивидендными выплатами на индийском рынке  
 Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

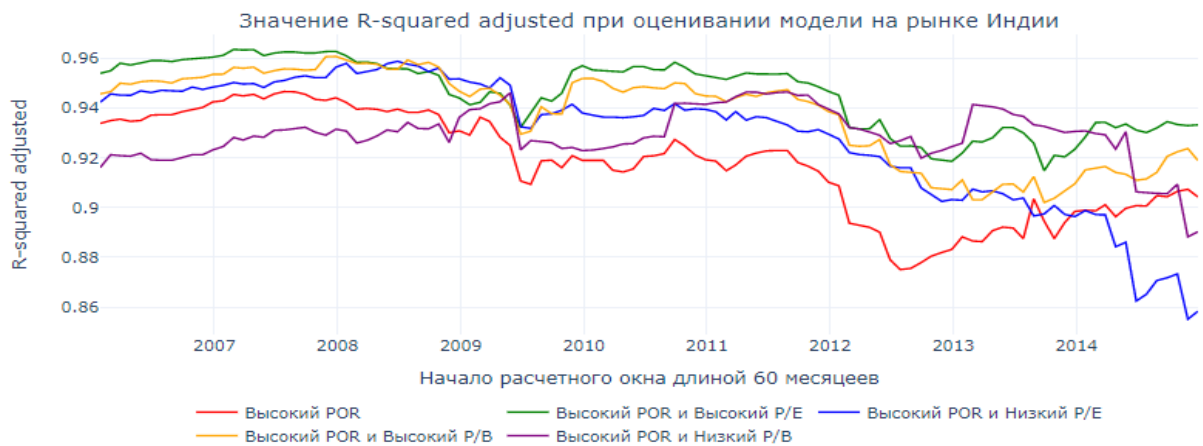


Рисунок 5. Значение R-squared adjusted при оценивании трехфакторной модели на индийском рынке  
 Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рынке Индии, положительные и значимые альфа-коэффициенты показал только портфель с высоким POR и низким P/E в период 2008–2014 гг., которые объясняются устойчивостью дивидендных акций во время кризиса 2008 года, а также их быстрым последующим восстановлением. Стратегии инвестирования в акции с высокими дивидендами на рынке Индии показали себя не так хорошо, как на рынках России и Бразилии, однако эти стратегии обеспечивают наличие портфеля, который стабильно вёл себя в кризисный период. Гипотезу H3 можно отвергнуть только для периода 2008–2014 гг. на основании результатов, показанных портфелем с высокими дивидендами и низким P/E.

Результаты оценивания модели с дивидендными факторами приведены на рисунке 6 (рисунк 6).

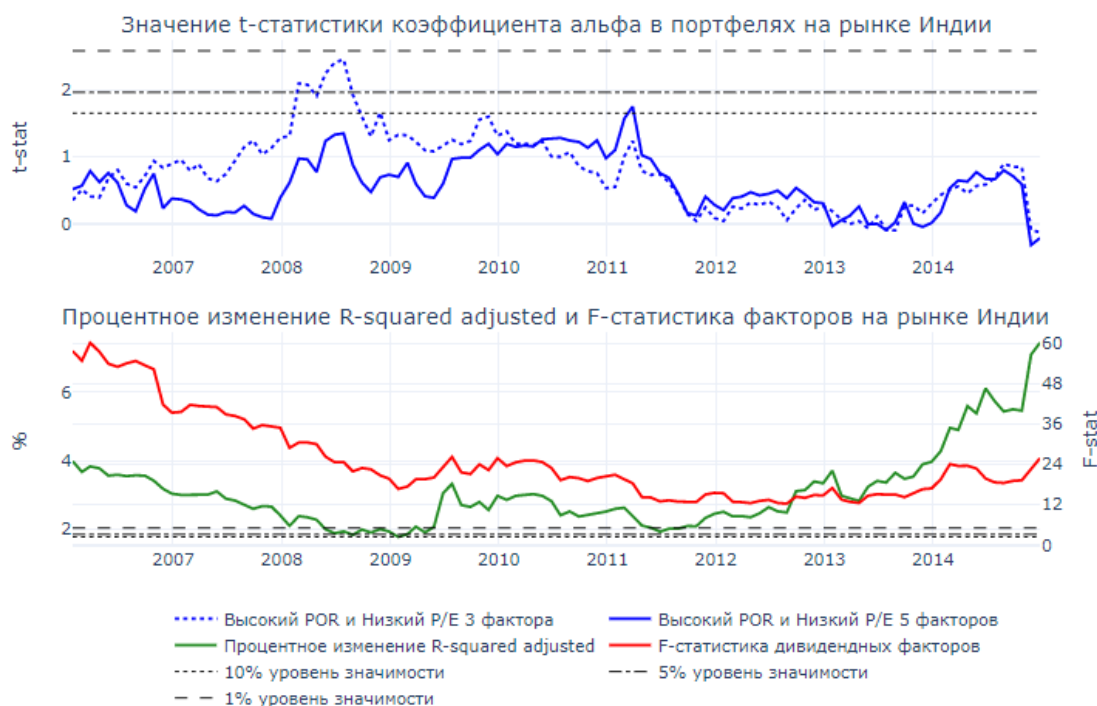


Рисунок 6. Изменение модели при добавлении дивидендных факторов на рынке Индии

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Введенные факторы помогают снизить значимость альфа-коэффициента в период 2008-2014, что говорит о том, что избыточная доходность данного портфеля хорошо объяснялась дивидендными факторами. Среди исследованных стран Индия имеет наименьшие среднерыночные значения дивидендной доходности. Степень дифференциации компаний по дивидендным факторам на данном рынке ниже, чем на рынке России и Бразилии. Несмотря на это дивидендные стратегии инвестирования в некоторые моменты времени способны приносить инвесторам преимущества перед широким рыночным портфелем, которые объясняются именно высокими выплатами акционерам. По результатам оценивания пятифакторной модели гипотезу H4 можно уверенно отвергнуть для периода 2008–2014 гг.

## Китай

В таблице (таблица 11) представлены показатели портфелей на основе POR. Из таблицы видно, что лучшие значения курсовой и совокупной доходности показали компании с низким уровнем дивидендных выплат. Портфель без дивидендов также показал высокий уровень курсовой доходности, значительно превзойдя портфели со средним и высоким POR. На основе этой таблицы можно довольно уверенно подтвердить гипотезу H1. Дивиденды ввиду полуобязательной дивидендной политики теряют свойство сигнала компании о своём благополучии. Большое количество компаний Китая просто обязаны выплачивать дивиденды, что зачастую ухудшает финансовое положение компании. При этом компании с высокими дивидендами приносят большую совокупную доходность инвесторам, чем бездивидендные компании, а также рыночный портфель. Помимо преимущества в совокупной доходности, компании выплачивающие дивиденды, показали гораздо более низкую волатильность. Лучшими портфелями по коэффициенту Шарпа стали портфели с низким и высоким POR. Портфель с высокими дивидендами может быть хорошим вариантом для инвестиций, которые требуют низкого уровня риска при достойной доходности.

Таблица 11

Показатели портфелей, основанные на факторе Payout Ratio на рынке Китая

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	7.15	10.02	2.86	52.47	0.17
Без дивидендов	10.28	10.28	0	78.93	0.11
Низкий POR	11.16	13.01	1.85	65.92	0.18
Средний POR	7.22	10.43	3.22	65.82	0.14
Высокий POR	8.32	11.12	2.80	56.49	0.18

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Лучшим по всем характеристикам оказался портфель с низким POR и низким P/E (таблица 12). Это говорит о том, что наибольшим потенциалом роста на рынке Китая обладают недооцененные компании, которые направляют средства в перспективные инвестиционные проекты, а не на выплаты акционерам. Портфели с высоким значением POR показали худшую курсовую доходность, что позволяет снова уверенно подтвердить гипотезу H1. По совокупной доходности портфели с высоким POR уступили широкому индексу акций, а также портфелю с низким POR и низким P/E. Это говорит о том, что инвесторам на рынке Китая не следует ориентироваться на высокие дивиденды для получения внушительной доходности. Данные портфели

лишь незначительно превзошли портфель компаний с низким POR и высоким P/E. Это свидетельствует в пользу подтверждения гипотезы H2 на китайском рынке.

Таблица 12

Показатели портфелей, основанные на факторах Payout Ratio и Price-to-Earnings на рынке Китая

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	7.15	10.02	2.86	52.47	0.17
Высокий POR Высокий P/E	7.06	8.36	1.31	54.64	0.13
Высокий POR Низкий P/E	4.80	8.63	3.83	55.71	0.13
Низкий POR Высокий P/E	7.34	8.18	0.84	63.09	0.11
Низкий POR Низкий P/E	10.04	12.66	2.62	60.56	0.19

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из таблицы (таблица 13) видно огромное превосходство портфеля компаний стоимости с низкими дивидендами по совокупной доходности. При этом данный портфель показал очень высокую волатильность, что свидетельствует о повышенном риске данного портфеля. При сравнении портфелей по совокупной доходности можно заметить, что портфели из компаний стоимости дали гораздо более высокую доходность, нежели портфели из компаний роста. При этом среди компаний роста инвесторы отдадут предпочтение компаниям с более высокими дивидендными выплатами, а среди компаний стоимости – компаниям с низкими дивидендами. Эти результаты можно признать довольно неожиданными и объяснить институциональными особенностями китайской экономики и высокой степенью госучастия.

Таблица 13

Показатели портфелей, основанных на факторах Payout Ratio и Price-to-Book на рынке Китая

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	7.15	10.02	2.86	52.47	0.17
Высокий POR Высокий P/B	5.46	7.59	2.13	54.27	0.12
Высокий POR Низкий P/B	5.79	9.43	3.64	62.27	0.13
Низкий POR Высокий P/B	4.14	5.26	1.12	56.89	0.07
Низкий POR Низкий P/B	14.54	17.36	2.80	115.57	0.14

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Таким образом на рынке Китая можно сделать вывод о том, что высокие дивидендные выплаты не помогают компаниям увеличивать их капитализацию и



совокупную доходность акций.

Далее был проведен анализ стратегий инвестирования в акции с высокими дивидендами для проверки гипотезы НЗ. Отсутствие высокой мультиколлинеарности также могут подтвердить значения коэффициента VIF в таблице (таблица 14).

Таблица 14

Коэффициент инфляции дисперсии для факторов на рынке Китая

Фактор	MRKT	TSMB	THML	TDML	TDMZ
VIF	1.43	2.90	1.18	2.07	2.53

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Значения t-статистики альфа-коэффициентов, полученных при оценивании трехфакторной модели для портфелей с высоким Payout Ratio, приведены на рисунке 7 (рисунок 7). На рисунке 8 (рисунок 8) приведены значения скорректированного  $R^2$  оцененных регрессий.

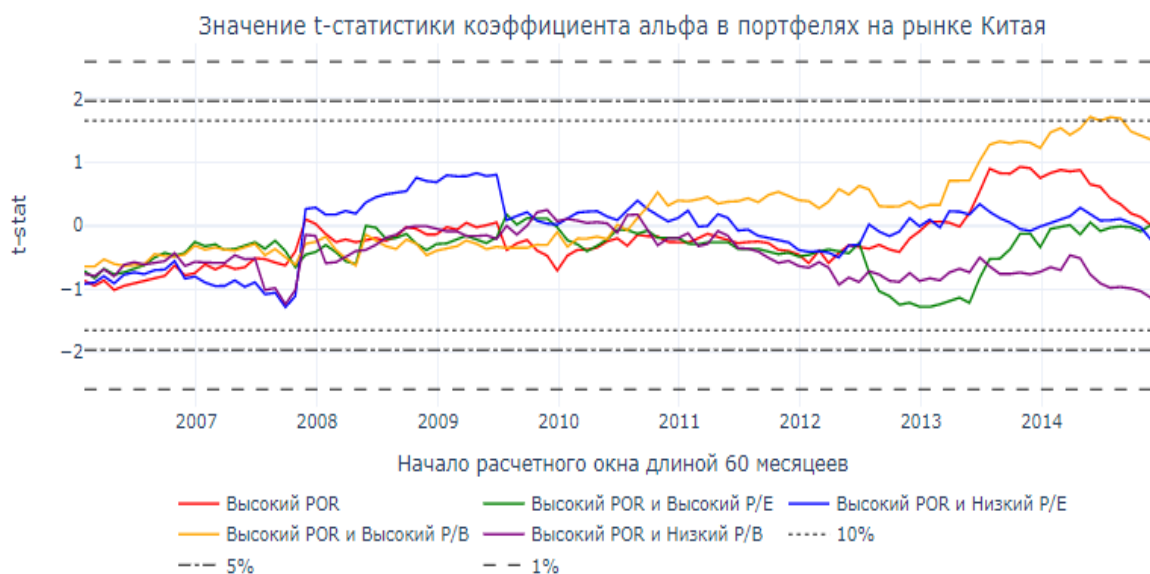


Рисунок 7. Значение t-статистик альфа-коэффициентов портфелей с высокими дивидендными выплатами на китайском рынке

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

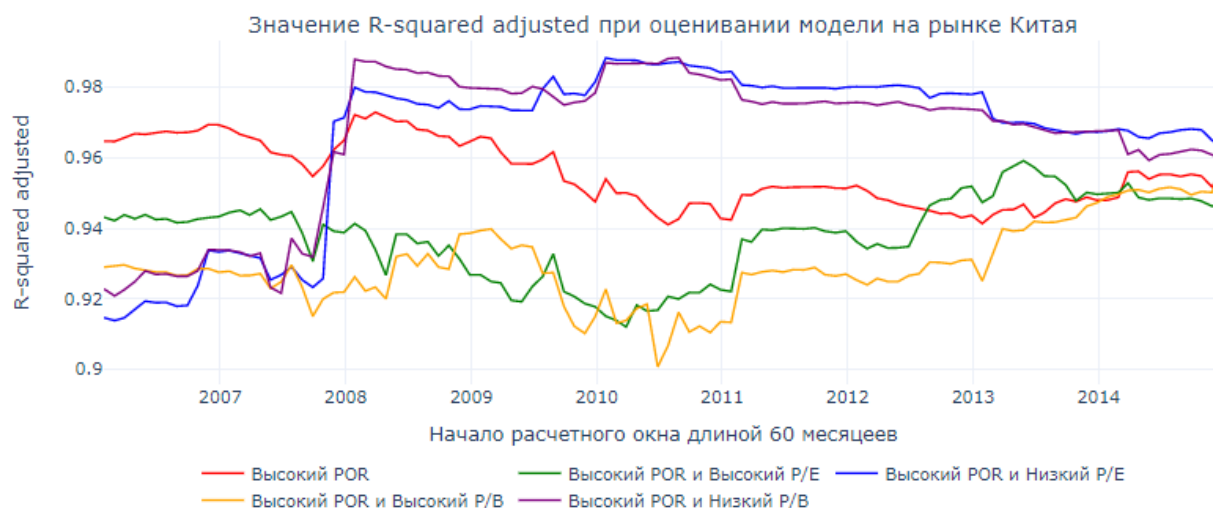


Рисунок 8. Значение R-squared adjusted при оценивании трехфакторной модели на китайском рынке

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рынке Китая можно видеть очень высокие значения  $R^2$ , что говорит о том, что все портфели очень сильно зависят от рыночной доходности. Это объясняется тем, что экономика Китая является плановой и компании, которые выплачивают дивиденды, очень сильно зависят от решений государства, а также полудивидендной политики, которая была описана ранее. Ни один из составленных портфелей на рынке Китая не показал значимый альфа- коэффициент при оценивании модели. Из-за описанных ограничений на рынке КНР компании незначительно отличаются друг от друга по показателям дивидендных выплат, и стратегии инвестирования, основанные на дивидендных факторах, не являются хорошей альтернативой. Дивидендные факторы имеют низкую описательную способность и не сигнализируют о возможностях или потенциале компании. На основании полученных аргументов гипотеза НЗ для рынка Китая не отвергается. Дальнейший анализ для рынка Китая не проводился, поскольку ни для одного сформированного портфеля на рынке Китая не наблюдалась избыточная доходность.

#### ЮАР

За рассматриваемый период широкий индекс акций на рынке ЮАР показал отрицательную курсовую доходность, которую можно объяснить сильным ослаблением валюты ЮАР, а также слабым ростом фондового рынка за рассматриваемый период (таблица 15). Лучшую курсовую доходность показал портфель, состоящий из акций компаний, которые не выплачивали дивиденды. Акции компаний с высокими дивидендными выплатами показали отрицательную курсовую доходность, что позволяет сделать вывод о справедливости гипотезы Н1. Лучшую

совокупную доходность показали компании со средними по рынку выплатами дивидендов. Этот же портфель стал лучшим по коэффициенту Шарпа. За счет высоких дивидендов портфель с высоким POR показал достаточно хорошие показатели совокупной доходности. Из данных результатов можно сделать вывод, что портфели с высокими дивидендами показали себя достаточно неплохо.

Таблица 15

Показатели портфелей, основанные на факторе Payout Ratio на рынке ЮАР

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	-2.06	2.49	4.54	25.39	0.05
Без дивидендов	5.75	5.75	0	27.25	0.17
Низкий POR	0.94	4.02	3.08	29.05	0.10
Средний POR	1.05	6.16	5.10	27.96	0.18
Высокий POR	-1.26	5.21	6.47	27.67	0.14

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Лучшим по всем характеристикам оказался портфель с низким POR и низким P/E. Однако портфели с высокими дивидендами тоже неплохие примерно идентичные значения совокупной доходности. За счет этого стратегия инвестирования в акции с высокими дивидендами довольно привлекательной, поскольку не требует рассмотрения дополнительных факторов для отбора компаний. При этом при фиксированных значениях показателя POR, более привлекательными выглядят акции с низкими значениями P/E. По результатам, приведенным в таблице (таблица 16), нельзя сделать однозначных выводов о справедливости гипотезы H2.

Таблица 16

Показатели портфелей, основанные на факторах Payout Ratio и Price-to-Earnings на рынке ЮАР

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	-2.06	2.49	4.54	25.39	0.05
Высокий POR Высокий P/E	0.84	6.08	5.23	29.34	0.17
Высокий POR Низкий P/E	-1.68	6.20	7.88	28.65	0.17
Низкий POR Высокий P/E	-0.74	1.71	2.45	34.46	0.01
Низкий POR Низкий P/E	3.08	7.44	4.37	25.55	0.24

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Лучшие значения доходности и коэффициента Шарпа показал портфель, состоящий из акций компаний стоимости с высокими дивидендами (таблица 17). При этом данный портфель показал самый низкий уровень волатильности и, соответственно, лучшие значения коэффициента Шарпа. Акции стоимости в целом показали себя достаточно хорошо на рынке ЮАР и в купе с отбором по дивидендным факторам могут давать потенциально высокие значения доходности. При этом портфель акций стоимости с низкими дивидендами показал более высокую волатильность, что подтверждает выгоду использования фактора высоких дивидендов в сочетании с показателем P/B для получения неплохой совокупной доходности с низкими показателями риска.

Таблица 17

Показатели портфелей, основанных на факторах Payout Ratio и Price-to-Book на рынке ЮАР

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	-2.06	2.49	4.54	25.39	0.05
Высокий POR Высокий P/B	-1.43	4.30	5.73	30.05	0.10
Высокий POR Низкий P/B	-0.18	6.81	6.99	24.41	0.23
Низкий POR Высокий P/B	2.91	5.87	2.96	28.07	0.17
Низкий POR Низкий P/B	2.37	6.24	3.87	30.46	0.17

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Таким образом высокие дивиденды не помогают компаниям ЮАР повышать свою капитализацию, при этом потенциально могут позволить инвесторам получить более высокий уровень совокупной доходности.

Далее был проведен анализ стратегий инвестирования в акции с высокими дивидендами для проверки гипотезы H3 (таблица 18).

Таблица 18

## Коэффициент инфляции дисперсии для факторов на рынке ЮАР

Фактор	MRKT	T SMB	T HML	T DML	T DMZ
VIF	1.29	1.23	1.54	1.23	1.43

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Все значения коэффициента инфляции дисперсии меньше десяти, что свидетельствует об отсутствии проблем с мультиколлинерностью переменных.

Значения t-статистики альфа-коэффициентов, полученных при оценивании трехфакторной модели для портфелей с высоким Payout Ratio, приведены на рисунке 9 (рисунок 9). На рисунке 10 (рисунок 10) приведены значения скорректированного  $R^2$  оцененных регрессий.

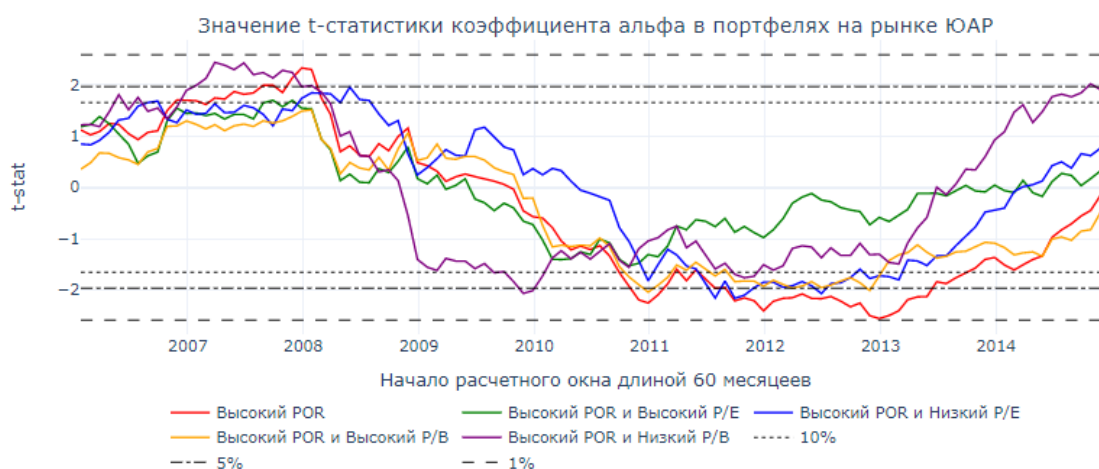


Рисунок 9. Значение t-статистик альфа-коэффициентов портфелей с высокими дивидендными выплатами на рынке ЮАР

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

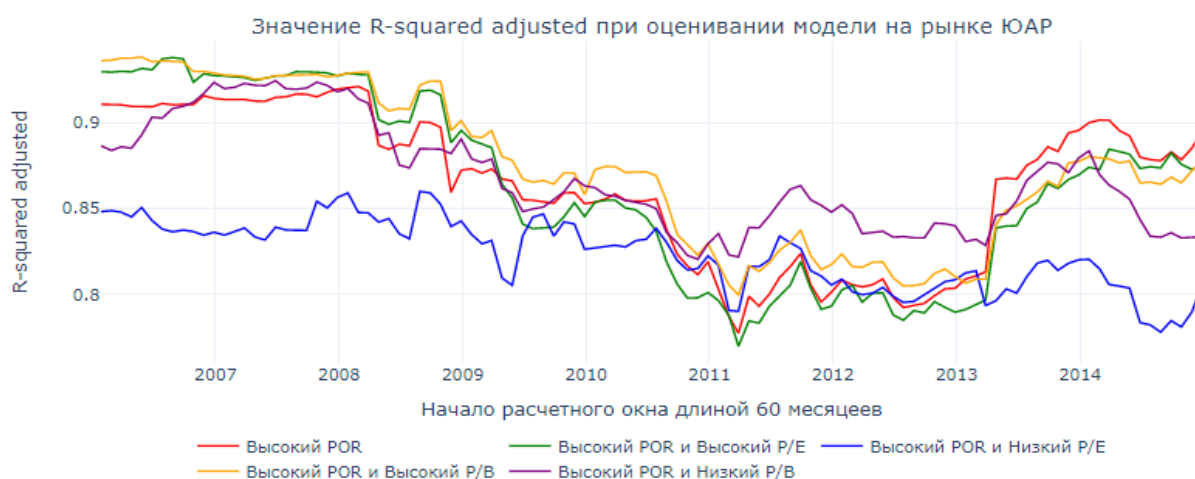


Рисунок 10. Значение R-squared adjusted при оценивании трехфакторной модели на рынке ЮАР

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рынке ЮАР почти все портфели с высокими выплатами имели значимые альфа-коэффициенты на 10% уровне в период 2007-2013. Этот факт может объясняться тем, что компании, которые выплачивали высокие дивиденды, смогли привлечь внимание инвесторов во время кризиса и лучше пережить этот период, чем рынок. Также в период 2014-2019 гг. акции стоимости с высокими выплатами показали хорошие доходности по отношению к рынку, чем и обеспечили значимые альфа-коэффициенты трехфакторной модели на указанном временном промежутке. Данные результаты позволяют отвергнуть гипотезу НЗ. Инвестирование в акции с высокими дивидендами действительно позволяет инвесторам получить статистически значимое превосходство над рынком с учетом факторов размера и недооцененности.

Полученную избыточную доходность могут объяснять дивидендные факторы. Для проверки этого утверждения была оценена пятифакторная модель с добавлением дивидендных факторов.

Результаты оценивания модели приведены на рисунке 11 (рисунк 11).

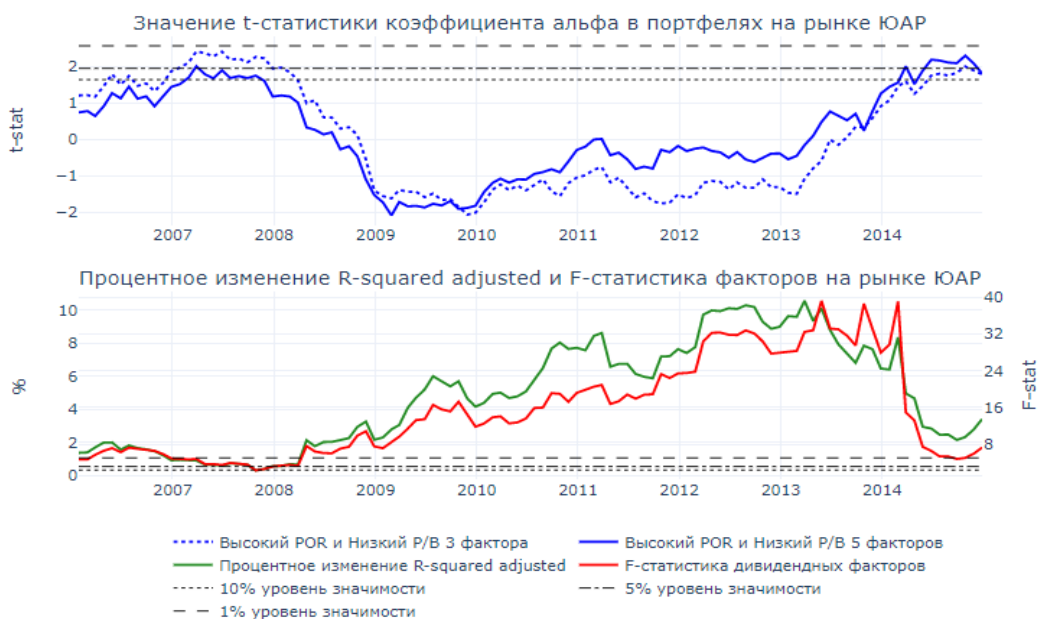


Рисунок 11. Изменение модели при добавлении дивидендных факторов на рынке ЮАР

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рынке ЮАР в период 2007-2013 положительные и значимые альфа-коэффициенты имело сразу несколько портфелей. Результаты оценивания пятифакторной модели для портфеля с высоким POR и низким P/B, который показал лучшие результаты по показателям риска и доходности, приведены на рисунке выше. Введение дивидендных факторов позволяет объяснить превосходство над рынком во время кризиса 2008 г. В период 2006-2010 гг. ЮАР имел самые высокие

среднерыночные значения дивидендной доходности и самые высокие медианные значения POR в период с 2008 г. среди всех исследуемых стран. Из данного результата можно сделать вывод о том, что высокие выплаты позволяют компаниям сохранить спрос на свои ценные бумаги со стороны инвесторов во время кризисных периодов.

Приведенные выше примеры позволяют отвергнуть гипотезу H4, тем самым подтверждая предположение о том, дивидендные факторы могут объяснять избыточную доходность построенных портфелей на рынке ЮАР.

#### *Россия*

В данной части работы приводятся различные показатели и характеристики портфелей, составленных в зависимости от значений описанных выше факторов. На основании полученных результатов необходимо отвергнуть или принять гипотезы H1 и H2, сформулированные выше.

В таблице (таблица 19) представлены среднегодовые значения курсовой, совокупной и дивидендной доходности, волатильности портфеля (которое выражено стандартным отклонением годовых доходностей), а также коэффициента Шарпа, рассчитанного для совокупной доходности.

Таблица 19

Показатели портфелей, основанных на факторе Payout Ratio на рынке РФ

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	-0.38	3.65	4.03	40.46	0.06
Без дивидендов	-0.24	-0.24	0	55.78	-0.03
Низкий POR	6.31	9.05	2.74	58.35	0.13
Средний POR	3.13	7.83	4.71	42.85	0.15
Высокий POR	-4.75	2.53	7.28	45.05	0.03

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из приведенной таблицы видно, что в период 2006–2019 гг. широкий индекс акций показал отрицательную курсовую доходность. Это можно объяснить сильным ослаблением валютного курса рубля, а также двумя кризисными для российского рынка периодами, в которые стоимость акций большинства компаний сильно упала. При этом с учетом дивидендов рынок показал положительную доходность. Акции без дивидендов также показали отрицательную доходность и высокий уровень волатильности, что говорит о том, что акции без дивидендов являются не лучшим вариантом инвестирования на отечественном рынке. Лучшие значения курсовой и совокупной доходности показали акции компаний, которые платят незначительную часть прибыли в виде дивидендов. При этом такие акции отличаются высокой

волатильностью, что может говорить о сравнительно низкой стабильности и возможной сильной просадке в кризисные периоды. Акции, которые имеют средний коэффициент POR, показали второй результат по уровню курсовой и совокупной доходности. При этом такие акции имели достаточно высокую стабильность и показали лучшие значения коэффициента Шарпа. Такие акции можно считать лучшим вариантом для инвестирования на российском рынке по соотношению доходности и риска. Худшую курсовую доходность показали акции, которые направляют большую долю прибыли на выплаты акционерам. Для поддержки перспективных инвестиционных проектов компании нужны свободные денежные средства. Значительную долю свободных денежных средств компания может направлять на выплаты акционерам при отсутствии перспективных инвестиционных возможностей. Это делается с целью привлечения или удержания инвесторов на вторичном рынке акций для увеличения капитализации компании. В данном случае можно видеть, что высокие дивиденды не помогают компаниям на российском рынке увеличивать свою капитализацию. Это может быть аргументом для подтверждения гипотезы Н1.

Другой причиной может быть агрессивный вывод денежных средств акционерами, которые не верят в перспективы компании. Такой подход может объяснять низкую доходность акций с высокими дивидендными выплатами. Низкая доходность может быть объяснена влиянием политики Минфина, о выплате дивидендов. Компании, которые попадают под эту политику, могут ощущать нехватку денежных средств для финансирования различных проектов, вследствие чего теряют веру инвесторов.

Для более весомых аргументов в пользу отвержения гипотезы Н2 были получены показатели портфелей, основанных на факторах POR и P/E, приведенные в таблице (таблица 20).

Таблица 20

Показатели портфелей, основанных на факторе Price-to-Earnings на рынке РФ

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	-0.38	3.65	4.03	40.46	0.06
Высокий POR	-3.93	1.84	5.77	47.83	0.01
Высокий P/E					
Высокий POR	6.32	14.26	7.94	44.6	0.29
Низкий P/E					
Низкий POR	-1.68	0.82	2.5	51.14	-0.01
Высокий P/E					
Низкий POR	4.73	8.57	3.84	47.82	0.15
Низкий P/E					

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из приведенной таблицы (таблица 20) можно видеть, что компании с низким



коэффициентом P/E показали лучшие результаты по курсовой, совокупной доходности и коэффициенту Шарпа. При сравнении портфелей с низкими значениями P/E более высокую курсовую доходность имеют компании с большими дивидендами. При этом при сравнении компаний с высоким значением коэффициента P/E можно наблюдать обратные результаты. Из этого можно сделать вывод, что стратегия высоких дивидендов помогает привлекать инвесторов и повышать капитализацию только для недооцененных компаний на российском рынке. Поэтому на российском рынке гипотеза H1 отвергается только для недооцененных компаний. Для компаний, которые не являются недооцененными, гипотеза H1 подтверждается.

По уровню курсовой и совокупной доходности, а также коэффициента Шарпа портфель недооцененных акций с высокими дивидендными выплатами переиграл все исследуемые портфели. Это дает весомые основания для отвержения гипотезы H2. Инвестирование в недооцененные акции с высокими дивидендными выплатами действительно помогают инвесторам переигрывать рынок.

Другим показателем, позволяющим находить акции, которые недооцениваются рынком, является P/B. Показатели портфелей, отобранных по показателям POR и P/B приведены в таблице (таблица 21). Из таблицы можно видеть, что замена коэффициента P/E на коэффициент P/B практически не изменила результаты. Это является подтверждением выводов, которые были сформулированы выше.

Таблица 21

Показатели портфелей, основанных на факторе Price-to-Book на рынке РФ

	Курсовая доходность	Совокупная доходность	Дивидендная доходность	Волатильность	Коэффициент Шарпа
Широкий индекс	-0.38	3.65	4.03	40.46	0.06
Высокий POR Высокий P/B	-3.81	2.65	6.46	43.35	0.03
Высокий POR Низкий P/B	4.7	10.96	6.25	55.5	0.18
Низкий POR Высокий P/B	2.72	5.88	3.16	55.25	0.08
Низкий POR Низкий P/B	2.19	5.82	3.63	41.45	0.11

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

В предыдущей части работы было показано, что стратегии инвестирования в акции с высокими коэффициентами выплат позволяют получить превосходство над рынком в долгосрочном периоде (14 лет). Необходимо проверить, как ведут себя такие стратегии на более коротком временном отрезке, равном пяти годам, а также исследовать проблему потенциальной цикличности. Особенно хорошо себя показали стратегии инвестирования, основанные на поиске недооцененных рынком компаний,

которые привлекают инвесторов с помощью высоких дивидендов. Возникает вопрос о том, принесут ли акции таких компаний статистически значимое превосходство над рынком при учете описанных факторов размера и рыночной недооценки. Этот вопрос сформулирован в гипотезе НЗ, которую предстоит проверить в этой части работы на пятилетнем горизонте инвестирования. Для проверки данной гипотезы на месячных доходностях портфелей, которые содержат акции компаний с высокими коэффициентами выплат, скользящим окном в 60 месяцев была оценена трехфакторная модель, которая позволяет учесть факторы размера и рыночной недооцененности.

Перед построением модели необходимо проверить, что между факторами нет высокой мультиколлинеарности. В таблице (таблица 22) представлены значения коэффициента инфляции дисперсии для каждого фактора на российском рынке.

Таблица 22

Коэффициент инфляции дисперсии для факторов на рынке РФ

Фактор	MRKT	TSMB	THML	TDML	TDMZ
VIF	1.19	1.13	1.21	1.24	1.28

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

Из представленной таблицы (таблица 22) видно, что между факторами нет высокой мультиколлинеарности, и это дает право оценивать описанные выше трехфакторные и пятифакторные модели.

Значения t-статистики альфа-коэффициентов, полученных при оценивании трехфакторной модели для портфелей с высоким Payout Ratio, приведены на рисунке 12 (рисунок 12). По оси абсцисс отложен момент времени, в который начинается оценивание модели на горизонте 60 месяцев. По оси ординат отложены значения t-статистики. Если точка имеет значение 01.2008 по оси X и 2,5 по оси Y — это значит, что данный портфель имел альфа-коэффициент, равный 2,5 при оценивании модели с 01.2008 по 01.2013. На рисунке 13 (рисунок 13) приведены значения скорректированного  $R^2$  оцененных регрессий. Согласно Фама и Френч [4], трехфакторная модель может объяснять выше 80-90% дисперсии диверсифицированных портфелей.

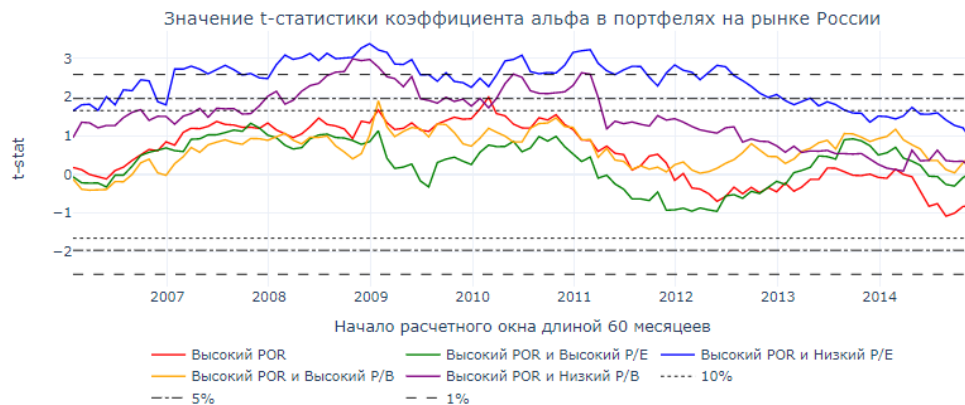


Рисунок 12. Значение t-статистик альфа-коэффициентов портфелей с высокими дивидендными выплатами на российском рынке  
 Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

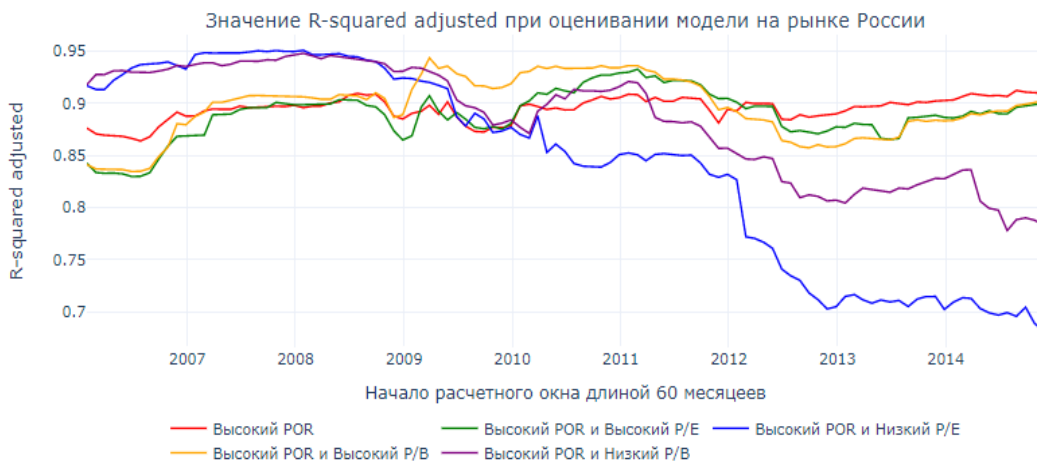


Рисунок 13. Значение R-squared adjusted при оценивании трехфакторной модели на российском рынке  
 Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рисунке 12 (рисунк 12) видно, что портфель с высоким POR и низким P/E, показавший лучшие значения совокупной доходности на российском рынке в долгосрочном периоде, имеет значимый альфа-коэффициент даже при контроле риск-премий за размер и недооцененность практически на всем исследуемом временном промежутке, кроме временного отрезка 2014–2019. Падение значимости альфа-коэффициента можно объяснить падением доходности портфеля, которое может быть вызвано введением Министерством финансов требований выплаты высоких дивидендов для компаний с госучастием. С 2017 года в соответствующий портфель, который сформирован на основании значений факторов за 2016 год, попали не только недооцененные компании, которые привлекают инвесторов с помощью высоких дивидендов на основании собственной стратегической политики, но и компании,

которые должны выполнять требования Минфина. Также с 2016 года возросла значимость фактора размера (большие компании с 2016 года обязаны платить дивиденды), который снизил значимость константы в модели. Такие институциональные особенности привели к падению описательной способности модели, которая выражена падением  $R^2$ . Степень дифференциации компаний по объему выплачиваемых дивидендов на российском рынке выросла и может быть объяснена специальными дивидендными факторами.

Портфель с высоким POR и низким P/B на российском рынке также показал значимый альфа-коэффициент на горизонте 2007–2016 годов. Это показывает, что инвестирование в акции с высокими дивидендными выплатами на российском рынке действительно является одной из наиболее выгодных стратегий, которая позволяет инвесторам возможность получить доходность выше рыночных значений при сопоставимых показателях риска.

Для лучшего портфеля, который имел значимую альфу, была оценена пятифакторная модель, содержащая дивидендные факторы. Результаты оценивания данной модели для портфеля с высоким POR и низким P/E на рынке России приведены на рисунке 14 (рисунк 14). На верхнем графике пунктирной линией обозначены значения t-статистики альфа-коэффициента, полученные при оценивании трехфакторной модели. Сплошной линией обозначены значения t-статистики альфа-коэффициента, полученные при оценивании модели с добавлением дивидендных факторов. На нижнем графике изображены значения F-статистики (правая ось ординат) и процентный прирост R-squared adjusted (левая ось ординат).

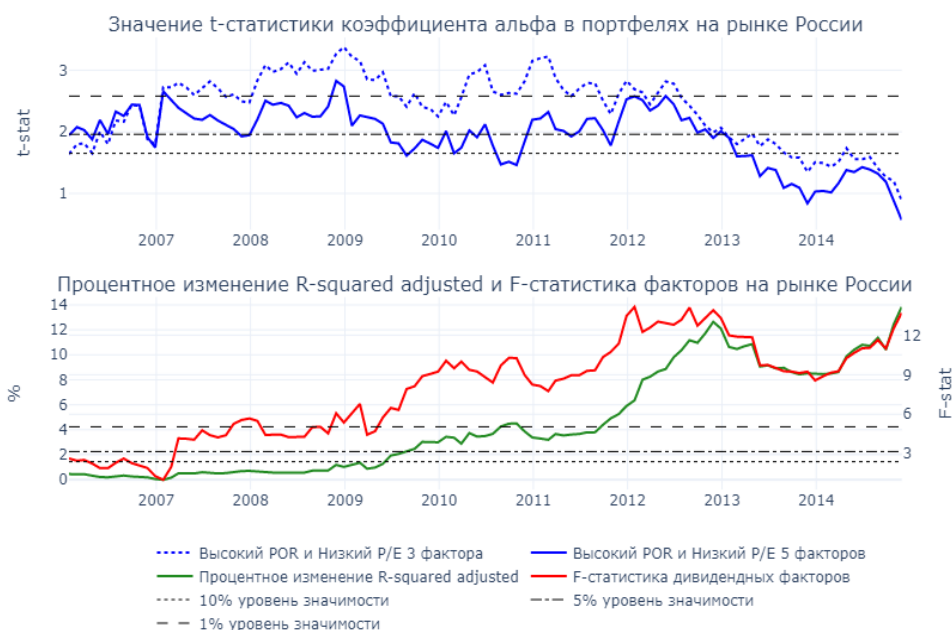


Рисунок 14. Изменение модели при добавлении дивидендных факторов на  
рынке России

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg.

На рисунке 14 (*рисунок 14*) видно, что введение дивидендных факторов снижает статистическую значимость константы в модели. Высокие значения F-статистики, а также процентный прирост объясняющей способности модели, говорят о том, что дивидендные факторы действительно помогают объяснять превосходство данного портфеля над рынком. Рост значимости введенных факторов позволяет сделать вывод о том, что доходность акций всё больше зависит от дивидендной политики компании, которая может определяться как стратегическим планированием руководства, так и требованиями государства. Инвестирование в недооцененные компании с высоким уровнем дивидендной доходности является наилучшей альтернативой на российском рынке как в долгосрочном, так и в среднесрочном периоде. Такие стратегии обеспечивают статистическое превосходство над рынком, и большое влияние на это оказывает именно дивидендный фактор. Положительная реакция инвесторов на высокие дивиденды может объясняться высоким уровнем неопределенности на российском рынке, при которой любой гарантированный доход хорошо воспринимается экономическими агентами.

## **4. Мотивы дивидендной политики российских компаний**

Мотивы дивидендной политики на развивающихся рынках, для которых (рынков) характерны высокая концентрация структуры собственности компаний в руках мажоритарных частных акционеров и государства, слабый уровень защищенности прав миноритарных инвесторов, низкая информационная прозрачность фондового рынка и его зависимость от потоков спекулятивных иностранных инвесторов, как правило, существенно отличаются от принципов, описываемых классическими теориями дивидендов.

На примере анализа дивидендной политики обширной выборки российских ПАО в 2006–2017 гг. Абрамов, Радыгин, Чернова и Энтов [6] обосновали два ключевых мотива их дивидендной политики. Крупные компании с государственным участием (КГУ) вынуждены следовать требованиям правительства, которое постоянно повышало минимальные размеры дивидендных выплат. Кроме того, крупные публичные компании, включая государственные, с начала 2010-х годов стали активно использовать дивидендные выплаты в качестве инструмента усиления своей инвестиционной привлекательности в глазах инвесторов в сложных условиях обострения геополитических рисков и повышенной волатильности фондовых рынков.

Стратегия поддержания инвестиционной привлекательности крупнейших российских ПАО оправдана в условиях недооценки их акций инвесторами по сравнению с акциями компаний других стран. Из 30 стран в среднем за десятилетний период с 2011 по 2020 гг. по значению показателя рентабельности активов (ROA) в размере 4,5% акции российских ПАО уступали только показателю аргентинских компаний, существенно превосходя соответствующие показатели всех других стран выборки и среднее значение показателя по выборке в размере 1,8%. В то же время по коэффициенту P/E Ratio, равному 7,5, российский рынок акций существенно уступал рынкам всех других стран и среднему значению по выборке в размере 22,0. Низкая оценка акций российских компаний по мультипликатору P/E Ratio при относительно высокой прибыльности их деятельности, при прочих равных условиях, делает разумной стратегию повышения инвестиционной привлекательности компаний за счет более высокой, чем у конкурентов, дивидендной доходности акций.

Стремясь повысить свою привлекательность в глазах инвесторов, российские ПАО стали мировыми лидерами по уровню дивидендной доходности акций. Из

группы 30 стран по критерию среднегодовой дивидендной доходности за период 2011–2020 гг., составляющей 4,41% годовых при среднем значении по выборке в размере 3,0% годовых, рынок акций российских компаний являлся абсолютным лидером в мире. Однако поскольку показатель дивидендной доходности компаний прямо пропорционален размеру дивидендных выплат из чистой прибыли и обратно пропорционален коэффициенту P/E Ratio, высокая дивидендная доходность российских акций пока достигается преимущественно за счет более низкого значения P/E Ratio, т. е. заниженной стоимости компаний. По среднему уровню дивидендных выплат из чистой прибыли за последние десять лет в размере 37,1% отечественные компании пока отстают от большинства стран. Существенное влияние на дивидендную политику КГУ оказывает мнение уполномоченных государственных ведомств.

## **5. Особенности дивидендной политики российских компаний с государственным участием**

С 1 июля 2021 г. в дивидендной политике ПАО, акции которых находятся в федеральной собственности, произошли существенные изменения. В соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 11 июня 2021 г. № 1589-р введено требование об обязательности направления на выплату дивидендов по акциям не менее 50% чистой скорректированной прибыли. Для принятия решения об унифицированном минимальном уровне налоговых выплат потребовался путь длиной 15 лет, на протяжении которого крупнейшие государственные компании, в меру своего административного ресурса, стремились сохранять индивидуальные правила игры в сфере дивидендных выплат.

Впервые регулирование минимального уровня дивидендных выплат для государственных компаний в размере 25% чистой прибыли в виде рекомендации было введено на основании распоряжения Правительства Российской Федерации от 29 мая 2006 г. № 774-р. Однако многие КГУ не следовали данной рекомендации, вынуждая первых лиц государства обращаться напрямую к компаниям в целях повышения ими дивидендных выплат. В 2012 г. председатель Правительства РФ Д.А. Медведев рекомендовал всем крупнейшим КГУ, в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, довести дивидендные выплаты до 25% чистой прибыли. В декабре 2014 г. Президент РФ В.В. Путин публично призвал уже все государственные компании выполнять решение о выплате дивидендов в размере 25% прибыли.

Позднее, в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 18 апреля 2016 г. № 705-р, этот рекомендуемый норматив был увеличен до 50%. В 2017–2018 гг. Минфин России и Росимущество пытались добиться выполнения данных рекомендаций с помощью своих ведомственных нормативных актов, которые не имели обязательного характера для акционерных обществ. Только в 2020 г. большинство крупных государственных компаний вышли на уровень 50-процентных дивидендных выплат, за исключением ПАО «Аэрофлот», «Интер РАО», «ФСК ЕЭС» и «Россети ФСК ЕЭС».

Установление единых минимальных требований к дивидендным выплатам в размере 50% чистой прибыли предполагает формирование более рыночных правил игры для КГУ по сравнению с индивидуализацией условий их деятельности. Отсутствие единых правил искажает рыночные сигналы в деятельности ПАО, стимулируя компании также добиваться особых условий дивидендной политики. В ряде случаев это могло вести к завышению объемов инвестиционных программ компаний ради оставления в их распоряжении большего размера чистой прибыли, чем у других. Установленный Правительством РФ для ПАО с участием государства ориентир в размере 50% чистой прибыли с точки зрения международной практики не является завышенным. В среднем по выборке из 30 стран показатель дивидендных выплат к чистой прибыли составлял в 2011–2020 гг. 62,7%. Более того, в 2019 и 2020 гг. средний показатель дивидендных выплат по индексу российских акций уже превышал уровень в 50%.

Новые подходы к дивидендной политике государственных компаний предусматривают компромиссное решение давнего спора о том, к какой базе необходимо привязывать дивидендные выплаты – к чистой прибыли или операционному денежному потоку. Компромисс, заложенный в правительственном распоряжении № 1589-р, предполагает, что при расчете дивидендной базы будет использоваться скорректированная чистая прибыль компаний, рассчитываемая по консолидированной финансовой отчетности с учетом ее уменьшения на доходы или увеличения на расходы, не подтверждаемые денежными потоками. К корректирующим статьям относятся разницы в переоценке стоимости основных средств и нематериальных активов, справедливой стоимости финансовых активов, курсовые разницы валют и некоторые другие. В случае, если корректировка чистой прибыли приведет к превышению суммы дивидендных выплат над чистой прибылью,



то на выплату дивидендов компания должна будет направить нераспределенную прибыль прошлых лет.

По имеющимся данным, на 1 июля 2020 г. в федеральной собственности находились пакеты акций 948 акционерных обществ, а количество АО с федеральным участием свыше 25% составляло 528. Это можно рассматривать как предельный круг компаний, в которых представители государства в их органах управления могут настаивать на выполнении требования о направлении на дивиденды не менее 50% скорректированной чистой прибыли. Однако в реальности перечень данных компаний может быть значительно уже. По нашим оценкам, за период 2006–2019 гг. из общего числа 180 крупных публичных компаний, которые хотя бы один раз выплачивали дивиденды по обыкновенным акциям, 77 акционерных обществ представляли собой компании с государственным участием, т.е. компании, где прямая или косвенная доля государства в капитале составляла не менее 10%. При этом около 85% суммы дивидендов, выплачиваемых КГУ, приходилось всего на 12 крупнейших компаний с государственным участием.

С учетом постоянно растущих требований государства по повышению уровня дивидендных выплат крупнейшими государственными компаниями их дивидендная политика стала более активной, чем в частных публичных компаниях, что, возможно, вызывает в последние годы опережающий рост капитализации КГУ по сравнению с капитализацией частных эмитентов. За последние годы на внутреннем фондовом рынке КГУ стали лидерами роста по дивидендным выплатам и капитализации: их доля в общей сумме дивидендных выплат всех российских ПАО выросла с 36,1% в 2015 г. до 56,0% в 2019 г., а доля в капитализации акций за этот же период повысилась с 46,7 до 53,2%. Доля КГУ в показателях дивидендных выплат и капитализации существенно превышает их долю в численности занятых во всей экономике, составлявшую в 2019 г., по нашим оценкам, 7,7%, и в ВВП – 37,8%.

Таким образом, сочетание двух основных мотивов дивидендной политики КГУ, а именно следование требованиям государства по дивидендным выплатам и стремление к поддержанию лояльности акционеров и инвесторов, способствует росту капитализации государственных компаний и повышению доходной базы бюджета.

Дивидендная политика российских компаний также несет и определенные риски. Нарастивание дивидендных выплат является относительно рискованной стратегией корпоративного управления, предполагающей стимулирование повышенного спроса инвесторов на акции эмитентов за счет более высокой

совокупной доходности акций в виде прироста их курсовой стоимости и дивидендной доходности. Риск данной стратегии состоит в том, что повышенная доходность может не привести к росту спроса инвесторов на акции эмитента, а щедрые дивидендные выплаты вызовут сокращение инвестиций компании и снижение ее капитализации. Эффект от падения курсовой стоимости акций может превысить повышенную дивидендную доходность, что для акционеров будет означать уменьшение их совокупной доходности по акциям эмитента. В результате далеко не у всех компаний с высокими дивидендными выплатами и высокой дивидендной доходностью общая доходность акций для акционеров превышает доходность рыночного портфеля или даже доходность акций компаний с низкими дивидендными выплатами.

Расчеты авторов на среднесрочных временных горизонтах продолжительностью 14 лет с 2006 г. по 2019 г. общей (включая дивиденды) доходности акций российских компаний показывают, что наиболее доходной за рассматриваемый период времени была инвестиционная стратегия формирования портфеля за счет выпусков с высокими дивидендными выплатами при условии, что данные акции являются недооцененными, то есть характеризуются минимальными значениями коэффициента P/E Ratio. Портфели с акциями, отбираемыми в зависимости от размера дивидендных выплат, показали неожиданный результат с точки зрения общей доходности по акциям: чем меньше показатель дивидендных выплат акций в портфеле, тем выше оказывалась общая доходность портфеля. При этом портфели из акций с низкими и средними дивидендными выплатами по накопленной доходности переиграли индекс Московской биржи по общей доходности, а портфель акций с наибольшими дивидендными выплатами показал наихудшую общую доходность из всех портфелей на графике. При прочих равных условиях<sup>1</sup> данный результат показывает, что высокие дивидендные выплаты по акциям на рассматриваемых временных горизонтах ведут к эффекту «проедания капитализации» (то есть сокращению курсовой доходности акций за счет высоких дивидендных выплат), который по своему размеру перекрывает дивидендную доходность указанных акций.

---

<sup>1</sup> Можно предположить также что на данный результат могло оказать воздействие присутствие в выборках компаний с более низкими дивидендными выплатами компаний преимущественно с низкими значениями P/E ratio, что препятствовало бы занижению дивидендной доходности акций в таких портфелях, однако приводимые далее расчеты по странам БРИКС показывают наличие в большинстве из них той же закономерности повышенной общей доходности акций с низкими дивидендными выплатами, что и в России.

Другим феноменом является то, что портфели акций с дивидендной доходностью выше и ниже среднего уровня по накопительной общей доходности уступили доходности индекса Мосбиржи. В данном случае мы не будем углубляться в конкретные причины данного феномена, которые могут быть вызваны структурными особенностями акций в портфелях с точки зрения соотношения их параметров дивидендных выплат и P/E ratio, а также особенностями методики расчета индекса Мосбиржи с учетом дивидендной доходности, предполагающими условие обязательного реинвестирования дивидендов, получаемых акционерами, в акции выплачивающей дивиденды компании. Однако отметим главное – ориентация инвесторов на акции российских компаний с более высокой дивидендной доходностью не гарантирует, что их общая доходность окажется выше рыночной и доходности акций, отбираемых по критериям низких дивидендных выплат.

## Заключение

С помощью высоких дивидендов компании могут привлекать инвесторов, стимулируя повышение спроса на свои ценные бумаги, которое в свою очередь может привести к повышению капитализации. В ходе анализа было выявлено, что высокие дивиденды не способствуют более сильному росту капитализации компании. При этом инвесторы, которые вкладываются в фирмы с большими выплатами акционерам, в долгосрочном периоде получают совокупную доходность, которая превосходит среднерыночные значения. Это значит, что с помощью высоких дивидендов компании могут привлекать долгосрочных инвесторов, и, возможно, это и является основным стимулом, которым руководствуются компании при осуществлении дивидендной политики.

Дивиденды действительно дают весомый вклад в совокупную доходность в долгосрочном периоде. В данной работе было показано, что многофакторные дивидендные стратегии инвестирования позволяют инвесторам получать избыточную по сравнению с рынком доходность на долгосрочном и среднесрочном периоде даже при контроле риск-факторов размера и стоимости (недооценки). Лучшие результаты показали портфели на рынке России и Бразилии. При этом показано, что дивидендные факторные стратегии являются не лучшей альтернативой на рынке Китая, ввиду наличия ряда ограничений, которые понижают информативность этих показателей. В исследовании показано, что на рынке России, Бразилии, Индии и ЮАР избыточная доходность, которую приносят дивидендные стратегии инвестирования, объясняется именно дивидендным фактором: статистическое превосходство над рынком значительно снижается при оценивании многофакторной модели, которая включает в себя показатель разности доходности акций компаний с высокими и низкими дивидендами, а также показатель разности доходности акций компаний с высокими и нулевыми дивидендами.

Дивидендные стратегии факторного инвестирования действительно работают на развивающихся рынках, позволяя инвестору получать высокую доходность при невысокой волатильности портфеля. Это значит, что дивидендные факторы имеют высокий уровень информативности для участников рынка, и на основании их значений экономические агенты могут принимать решения. Компаниям в свою очередь необходимо более внимательно относиться к дивидендной политике, принимая во внимание растущий к ней интерес. Подобные исследования не часто проводились на финансовых рынках стран БРИКС. Наше исследование в области

дивидендной политики позволяет сравнить различные модели дивидендной политики, влияние на участие государства в формировании дивидендной стратегии компаний на финансовых рынках стран БРИКС.

Начавший действовать с 1 июля 2021 г. новый порядок выплаты дивидендов ПАО с акциями, находящимися в федеральной собственности, предполагающий выплату дивидендов в размере не менее 50% скорректированной чистой прибыли, позволяет не только решать фискальные проблемы бюджета, но и способствует росту привлекательности акций крупнейших КГУ в глазах различных категорий инвесторов, повышая рыночную стоимость акций компаний за счет наращивания дивидендных выплат.

В перспективе исследование не должно ограничиваться финансовыми рынками развивающихся стран. Наиболее дательный анализ дивидендной политики в других странах позволит компаниям в России избежать ошибок корпоративного управления, с которыми уже сталкивались компании иных стран. Дальнейшие исследования в этой области помогут не только компаниям, частным инвесторам, как частным, так и государству, максимизировать прибыль от вложения в акции за счет более продуманной дивидендной политики компаний.

Кроме того, стоит отметить, что высокий уровень дивидендных выплат не ведет к опережающему росту курсовой стоимости акций и совокупной дивидендной доходности вложений в акции, что подтверждается для 4 из 5 стран вошедших в наше исследование. Так Китай, Индия, Южная Корея и Япония (азиатская модель) добиваются более высоких показателей P/E при более умеренных дивидендных выплатах.

Вместе с тем необходимо учитывать повышенные риски такой дивидендной политики и неопределенность ее результативности на среднесрочных временных горизонтах. Чрезмерное перераспределение чистой прибыли компаний в пользу дивидендных выплат в перспективе может привести к ускоренному сокращению курсовой стоимости акций, превосходящему по влиянию на общую доходность вложений в акции повышенную дивидендную доходность. Оценки, полученные в ходе анализа исторических рядов данных за период 2006–2019 гг., показывают, что в России, как и в других странах БРИКС, портфели акций с высокими дивидендными выплатами имеют, как правило, более низкую курсовую доходность, чем портфели с низкими дивидендными выплатами. Более того, в России, Индии и Китае общая

(включая дивиденды) доходность акций с высокими дивидендными выплатами проигрывает доходности акций с низкими дивидендными выплатами.

### Список литературы

1. Lintner J. Optimal dividends and corporate growth under uncertainty // *The Quarterly Journal of Economics*. — 1964. Vol. 78, no. 1, PP. 49–95.
2. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy // *The Bell Journal of Economics*. — 1979. PP. 259–270.
3. Miller M. H., Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares // *The Journal of Business*. — 1961. Vol. 34, no. 4, PP. 411–433.
4. Fama E. F., French K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds // *Journal of Financial Economics*. — 1993. Vol. 33, PP. 3–56.
5. Bender J., Briand R., Melas D., Subramanian R. A. Foundations of factor investing // Available at SSRN 2543990. — 2013.
6. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Ч. 2-я // *Вопросы экономики*. 2020. № 2. С. 59–85.