

Корпоративные финансы

Дивидендная политика российских компаний в 2005–2024 годах и ее влияние на капитализацию и доходы инвесторов

Александр Дмитриевич Радыгин

ORCID: 0000-0003-2242-9994

Доктор экономических наук, профессор, директор Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82)
E-mail: arad@ranepa.ru

Александр Евгеньевич Абрамов

ORCID: 0000-0003-4285-9115

Кандидат экономических наук, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82)
E-mail: abramov-ae@ranepa.ru

Мария Игоревна Чернова

ORCID: 0000-0003-0144-1820

Кандидат экономических наук, старший научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82)
E-mail: chernova-mi@ranepa.ru

Аннотация

В статье на основе данных о дивидендных выплатах по акциям, обращавшимся на Московской бирже в 2005–2024 годах, анализируются ключевые тренды дивидендной политики компаний и их влияние на капитализацию и доходность вложений акционеров. Используются методы количественного анализа, декомпозиции общей доходности и построения факторных стратегий портфельного управления. С 2012 года компании проводили активную дивидендную политику для компенсации замедления роста курсовой доходности акций из-за неблагоприятных внешних шоков и снижения спроса на указанные акции. Это позволило повысить общую доходность акционеров, а в случае компаний с государственным участием — привлечь дополнительные средства в бюджет. В то же время наблюдалось снижение капитализации относительно ВВП и курсовой стоимости акций с высокой дивидендной доходностью, а также рост риска глубоких и продолжительных дивидендных гэпов, сопровождавшихся нерациональным поведением частных инвесторов. В 2005–2024 годах более половины выплачиваемых дивидендов приходилось всего на шесть крупнейших компаний, дивидендные выплаты компаний с государственным участием были значительно больше, чем у частных компаний, около 60% дивидендов было распределено в пользу бенефициаров, не участвовавших в формировании ликвидного вторичного рынка акций. Позитивным трендом дивидендной политики в 2022–2024 годах стал рост выплат компаниями третьего эшелона. Авторы статьи обнаружили подтверждение гипотезы Модильяни — Миллера, что пропорции распределения чистой прибыли не могут в полной мере определять стоимость акций. Рост капитализации и общая доходность акционеров должны опираться на увеличение чистой прибыли компаний и ее рациональное распределение между дивидендами, инвестициями и иными целями. Важную роль в повышении спроса на акции играют благоприятный инвестиционный климат, макроэкономическая стабильность и полноценное раскрытие информации об эмитентах.

Ключевые слова: компании с государственным участием, портфельное управление, финансовые рынки, частные инвесторы

JEL: G30, G32, G35, G38, O16, D22

Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.

Corporate Finances

How the Dividend Policy of Russian Companies From 2005 to 2024 Affected Capitalization and Investor Return

Alexander D. Radygin

ORCID: 0000-0003-2242-9994

Dr. Sci. (Econ.), Professor, Director
of the Institute of Applied Economic Research,
RANEPA,^a e-mail: arad@ranepa.ru

Maria I. Chernova

ORCID: 0000-0003-0144-1820

Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher
at the Laboratory for Analysis of Institutions
and Financial Markets, Institute of Applied
Economic Research, RANEPA,^a
e-mail: chernova-mi@ranepa.ru

Alexander E. Abramov

ORCID: 0000-0003-4285-9115

Cand. Sci. (Econ.), Head of the Laboratory
for Analysis of Institutions and Financial Markets,
Institute of Applied Economic Research, RANEPA,^a
e-mail: abramov-ae@ranepa.ru

^a 82, Vernadskogo pr., Moscow, 119571,
Russian Federation

Abstract

The article analyzes data on dividend payments for shares listed on the Moscow Stock Exchange from 2005 to 2024 and examines major changes in corporate dividend policy and their effects on capitalization and shareholder return on investment. The authors used quantitative analysis, total yield decompositions, and various construction strategies for managing factor portfolios. Since 2012, many companies have increased dividends to compensate for slowing share price appreciation caused by adverse external shocks and a decline in demand. This reaction increased total shareholder returns but also required additional financial support to underwrite the fiscal deficits of state-owned enterprises (SOEs). Nevertheless, the capitalization-to-GDP ratio and the prices of high-dividend companies dropped, and the risks of deep and long dividend gaps increased and was amplified by private investors' irrational behavior. From 2005 to 2024, more than half of dividends were paid by only the six largest companies; dividend payouts from SOEs totaled more than those from private companies; and about 60% of dividends were distributed to beneficiaries who did not participate in the formation of a liquid secondary equity market. The increase in payments by companies of the third tier was a positive trend in dividend policy from 2022 to 2024. The authors found evidence confirming the Modigliani-Miller hypothesis that the distribution of net profits has little impact on share prices. Growth of capitalization and total shareholder return should be based on a company's net profit growth and a rational allocation of it between dividends, investment, and other purposes. The investment climate, macroeconomic stability, and complete disclosure are all essential factors driving greater demand for stocks.

Keywords: dividends, state-owned companies, financial markets, portfolio management, dividend policy, private investors

JEL: G30, G32, G35, G38, O16, D22

Acknowledgements

The article has been prepared as part of the RANEPA state research assignment program.

Введение

В настоящей статье рассматриваются ключевые тенденции дивидендной политики российских публичных компаний и их влияние на капитализацию и общую доходность акционеров (total shareholders' return, TSR) по акциям, находившимся в обращении на Московской бирже с 2005 по 2024 год. При активизации дивидендной политики возникают специфические риски как для инвесторов и их портфельных стратегий, так и для эмитентов и роста их капитализации, что обуславливает актуальность исследования.

В статье показано, что дивидендная политика во многом определяется внешними по отношению к компаниям факторами, включая стабильность и рост фондового рынка, состояние государственного бюджета, динамику доходности государственных облигаций, условия для входа на рынок новых эмитентов, рост технологических компаний, не ориентированных на выплату дивидендов, отсутствие правовых ограничений для альтернативных форм распределения прибыли акционерам, а также стремление компаний способствовать повышению TSR.

Научная новизна исследования состоит в следующем.

На 20-летнем временном горизонте впервые оценены общий размер дивидендных выплат и количество российских компаний, осуществляющих их выплаты, с учетом структуры собственности компаний, принадлежности к разным уровням листинга и других характеристик. Показан высокий уровень концентрации дивидендных выплат и преобладающая роль выплат со стороны компаний с государственным участием (далее — КГУ).

Обоснован циклический характер дивидендной политики российских компаний, в процессе которой переход компаний к наращиванию дивидендной доходности в 2012–2024 годах был вынужденной мерой поддержания инвестиционной привлекательности акций для инвесторов. Значительные дивидендные выплаты со стороны КГУ стали важным источником финансирования дефицита государственного бюджета.

Оценены результаты и риски дивидендной политики 2012–2024 годов, реализация которой позволила увеличить общую доходность портфеля индекса Московской биржи выше уровня инфляции и доходности ОФЗ. Однако выявлена тенденция снижения размера капитализации российских компаний относительно ВВП и стабильно низкой курсовой доходности портфелей высокодивидендных акций для инвесторов.

В статье эмпирически оценен механизм реализации рисков вложений в высокодивидендные акции в виде дивидендных гэпов, даны оценки их глубины и продолжительности.

Предложен метод декомпозиции общей доходности акционеров, который позволил выявить защитную роль дивидендных стратегий на рынке. Так, дивиденды растут и сглаживают падение доходности портфелей акций во время шоков и, напротив, относительно менее значительны в периоды подъема на рынке.

При оценке целесообразности вложений инвесторов в дивидендные акции показано, что высокая дивидендная доходность не всегда ведет к более высокой TSR. На российском рынке авторы обнаружили подтверждение гипотезы Модильяни — Миллера о том, что на стоимость акций в большей мере влияет размер чистой прибыли компаний, а не пропорции ее распределения на цели дивидендов.

Показана необходимость согласованного подхода к таргетированию государством целей корпоративного управления и дивидендной политики компаний в виде показателей дивидендных выплат, капитализации и TSR.

Статья имеет следующую структуру. В первой части рассматриваются ключевые положения теории дивидендов. Затем анализируются исторические закономерности дивидендных выплат. В третьей части рассматриваются проблемы дивидендной доходности и выплат российских компаний. Далее анализируется влияние размера дивидендов на доходность портфелей инвесторов. В заключение формулируются краткие выводы.

1. Теоретические предпосылки

Дивидендная политика, с одной стороны, определяется внутренними целями корпоративного управления, а с другой — зависит от состояния фондовых рынков, правовых ограничений и понимания эмитентами своих целей деятельности с точки зрения интересов акционеров. В первом случае различные дивидендные характеристики пытаются объяснить показателями деятельности компаний. Во втором случае исследователи анализируют ключевые тенденции в сфере дивидендной политики и стремятся их объяснить сложившимися закономерностями в экономике и обществе. Именно такой подход используется в настоящей статье.

Вплоть до начала XX века размеры дивидендов и цены акций составляли основной поток существенной информации, доступной акционерам, а дивиденды представляли собой основную часть общего дохода акционеров, поэтому размеры выплат были ключевым фактором ценообразования акций [Peris, 2024]. Неуди-

вительно, что до 1950–1960-х годов в научном мире господствовала гипотеза, что стоимость компании и ее акций определяется потоком дивидендных выплат. Согласно формуле Майрона Гордона стоимость компании рассматривается как результат дисконтирования дивидендных потоков на рыночную ставку процента с поправкой на экономический рост [Gordon, 1962]. В более ранней работе [Gordon, 1959] автор показал, что динамика чистой прибыли не оказывает значимого влияния на стоимость акций компаний, которая преимущественно определяется дивидендным потоком.

На временном горизонте с 1871 по 2023 год Даниель Перес анализирует тенденцию снижения значимости дивидендов для эмитентов и инвесторов [Peris, 2024]. Это выражается в падении средней дивидендной доходности американских компаний с 4–6% в 1871 году до 3–4% в 1950–1960-х годах и 1–2% — с середины 1990-х годов до настоящего времени. По данным *S&P Global Market Intelligence*, на которые ссылается автор, доля американских компаний, выплачивающих дивиденды, сократилась примерно с 90% в 1962 году до менее 30% в начале 2000-х с последующим увеличением до 40% в 2022 году¹. Ранее Юджин Фама и Кеннет Френч называли указанный феномен «загадкой исчезновения дивидендов» [Fama, French, 2001].

Рост доли акций, по которым не выплачиваются дивиденды, может иметь отрицательные последствия для экономики и благосостояния акционеров. В обзорной статье Адена Атмаза и Сулеймана Басака [Atmaz, Basak, 2022] на основе модели общего равновесия показано, что рост доли капитализации акций американских эмитентов, не выплачивающих дивиденды, в общей капитализации приводит к низкой корреляции между доходностью фондового рынка и темпами роста потребления, что в итоге может замедлять экономический рост. Кроме того, акции, по которым не выплачиваются дивиденды, характеризуются более низкой доходностью (премией за риск) и более высокой волатильностью, то есть риском.

В исследовании Дэна Лефковица и Саумья Гаттани [Lefkovitz, Gattani, 2024] из *Morningstar* на основании статистики акций американских компаний показано, что с 1927 по 2023 год индексный портфель акций с высокими дивидендными выплатами Morningstar US High Dividend Index со среднегеометрической доходностью 10,9% годовых заметно переигрывал широкий ин-

¹ В исследовании Рони Михаэли и Армани Мойна [Michaely, Moin, 2022] в качестве фактора снижения доли публичных компаний, выплачивающих дивиденды с 1978 по 2000 год, называется опережающий рост новых компаний, не выплачивавших дивиденды, в листингах американских бирж, а причиной последующего роста указанного показателя до 2018 года авторы считают опережающие темпы делистинга компаний, не плативших дивиденды.

декс акций с доходностью 9,7%. Однако по состоянию на 2023 год на 5-, 10- и 15-летних временных горизонтах действовала иная закономерность: портфель высокодивидендных акций проигрывал по доходности широкому индексу акций, что авторы связывают с ускоренным ростом акций компаний сектора технологий.

Снижение значимости дивидендной политики с 1990-х годов Перес связывает с длительным снижением процентных ставок в США, снятием ограничений со сделок по обратному выкупу акций в 1982 году при принятии Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) правила 10b-18, а также опережающим ростом технологических компаний, не выплачивающих дивиденды [Peris, 2024]. Автор отмечает отрицательное влияние на активность дивидендной политики различных академических теорий (портфельного управления, модели CAPM и других), которые в большей мере объясняли рост стоимости акций иными факторами, чем размер и динамика дивидендов.

С последним, впрочем, сложно согласиться. Развитие теории финансов ослабило монополию дивидендов в ценообразовании акций, выявив, например, ряд систематических рисков и премий, которые должны быть отражены в ценах. Понимание природы акций, целей деятельности корпораций, риска и мотивов поведения инвесторов усложнялось по мере роста доступности информации и развития методов эмпирического анализа.

На смену прежним взглядам на оценку стоимости компаний пришла гипотеза иррелевантности дивидендной политики Модильяни — Миллера [Miller, Modigliani, 1961], предполагающая, что на идеальных фондовых рынках с совершенной конкуренцией и отсутствием транзакционных издержек и налогов, где существенная информация доступна всем заинтересованным лицам, частичный или полный отказ фирмы от выплаты дивидендов при прочих равных условиях не должен влиять на ее рыночную стоимость. Проще говоря, для стоимости акций более важное значение имеет размер чистой прибыли компании, а не ее распределение между дивидендами и иными направлениями использования.

Появление теории Модильяни — Миллера было закономерным — она возникла в научной среде, в которой цели корпораций и оценка стоимости их акций всё больше связывались с прибылью. В 1951 году экономист Джоэл Дин предложил использовать для оценки стоимости акций компаний метод дисконтирования их денежных потоков, в основе которого лежала чистая прибыль, а в качестве дисконтирующего фактора выступала рыночная стоимость капитала [Dean, 1951]. Предложенная Уильямом Шарпом, Джоном Линтнером и Джеком Трейнором модель оценки капитальных активов (CAPM) и ее последующие модификации

в виде факторных моделей привели к пониманию доходности акций и их стоимости в зависимости от видов рыночных рисков. Наконец, Милтоном Фридманом была определена главная цель публичных корпораций — зарабатывание прибыли для акционеров [Friedman, 1970].

Исходя из этого, часто цитируемая «загадка дивидендов», сформулированная лауреатом Нобелевской премии по экономике Фишером Блэком в 1976 году [Black, 1976], о том, что мы всё так же до конца не понимаем оптимальную дивидендную политику как для эмитентов, так и инвесторов², может восприниматься не как признание неспособности исследователей найти какое-либо принимаемое всеми объяснение дивидендной политики, а как сомнение в целесообразности выплаты дивидендов, особенно с учетом того, что в те времена налоговые правила в США были неблагоприятными для выплаты дивидендов.

Однако до сих пор вопрос о том, насколько будущая стоимость компаний предопределяется ожиданиями прибыли или дивидендным потоком, остается открытым. В часто цитируемом исследовании Роберта Шиллера и Джона Кэмпбелла [Campbell, Shiller, 2001] обосновано, что исторические показатели дивидендной доходности и P/E ratio позволяют прогнозировать будущий рост цен акций. Однако в работе Эндрю Эткесона и соавторов [Atkeson et al., 2025], исследовавших модель равновесия между динамикой финансовых индикаторов и показателями роста добавленной стоимости, физического капитала и производительности американских компаний в 1929–2023 годах, показано, что ключевым фактором роста цен акций компаний на указанном временном горизонте была динамика ожидаемого денежного потока дивидендов, а не ожидаемая прибыль. В то же время последняя являлась хорошим предиктором динамики реальных инвестиций в основной капитал.

В современном понимании ожидания акционеров от публичной компании часто формулируются в виде ориентации на долгосрочный рост общей доходности акционера. Показатель TSR состоит из двух компонентов — прироста капитализации (курсовой стоимости акций) и дивидендной доходности. С 1999 года *Boston*

² Статью о «загадке дивидендов» Блэк завершает следующими словами: «Как же поступит индивидуальный инвестор, учитывая те дивидендные доходы, которые обеспечивает его портфель ценных бумаг? Мы не знаем. Какие же действия в сфере дивидендной политики предпримет компания? Мы не знаем».

Consulting Group (BCG) публикует³ рейтинги крупнейших в мире публичных компаний (*top value creators*) на основании *TSR*⁴.

Теория Модильяни — Миллера, предполагающая равную значимость для инвесторов обоих компонентов *TSR*, лежит в основе изучения поведенческих аномалий участников рынка акций. Обзор наиболее значимых подобных аномалий приводится в исследовании Сэмюэля Хартцмарка и Дэвида Соломона [Hartzmark, Solomon, 2019]. Они показали, что частные и институциональные инвесторы часто отслеживают прирост капитала и дивиденды обособленно друг от друга, используя отдельные ментальные счета. В результате дивиденды воспринимаются инвесторами как бесплатный источник доходов, защищающий от убытков, и игнорируется тот факт, что выплаты дивидендов нередко ведут к снижению курсовой доходности акций⁵.

Условные допущения в теории Модильяни — Миллера позволяют отказаться от дивидендов. Однако в реальной жизни наличие разных режимов налогообложения дивидендов и прироста капитала, асимметрия информации между инвесторами и эмитентами, моральный риск в поведении менеджмента компаний, конфликты интересов между собственниками и менеджментом, влияние жизненного цикла компаний на их поведение и иные факторы делают дивидендную политику востребованной. Иллюстрацией признания значимости роли дивидендов является эволюция взглядов экономиста Питера Бернштейна, который в 1995 году объявил, что «дивиденды больше не имеют значения» [Bernstein, 1995]. Через десять лет в публичном интервью он признал свою ошибку и то, что дивидендные выплаты играют важную роль в решении агентской проблемы. По его мнению, «менеджмент будет более осторожен, если он не купается в наличных»⁶. В интервью Бернштейн предложил использовать другой крайний вариант дивидендной политики: распределять 100% чистой прибыли в виде дивидендов среди акционеров, с тем чтобы последние сами решали, сколько средств необходимо реинвестировать менеджменту для реализации действительно необходимых для компании проектов.

³ BCG Value Creators Report: The Collection. <https://www.bcg.com/publications/collections/value-creators-report>.

⁴ Например, по данным за 2021 год, в рейтинг *BCG* входили 15 крупнейших российских компаний, 50-е место в нем занимал Сбербанк с *TSR*, равным 28,4%, что представляло собой рост цены акций и дивидендную доходность банка за период 2016–2020 годов.

⁵ По нашему мнению, указанная аномалия в поведении инвесторов может возникать, например, у государственных структур, предпочитающих финансировать бюджетные расходы за счет более высоких дивидендных выплат по пакетам акций, находящихся в государственной собственности, а не частичной приватизации указанных пакетов, не учитывая влияния высоких дивидендных выплат на снижение долгосрочной общей доходности акционеров.

⁶ Zweig J. Peter Bernstein Interview. Money.com. 2004. 15 October. http://jasonzweig.com/a-long-chat-with-peter-l-bernstein/?mod=article_inline.

Исследователями было предложено несколько гипотез, объясняющих дивидендную политику с точки зрения внутренних факторов деятельности компаний, поведения акционеров и менеджмента.

Важное практическое значение для дивидендной политики эмитентов имеет гипотеза сглаживания дивидендных выплат Линтнера [Lintner, 1956], которая подразумевает, что при принятии решений о выплате дивидендов менеджмент ориентируется на сложившийся уровень дивидендных выплат, допуская корректировку вокруг определенного (целевого) значения в зависимости от размеров чистой прибыли. В результате если размер дивидендов является стабильным и предсказуемым, а выплаты дивидендов — регулярными, то инвесторы будут готовы платить рыночную премию по акциям за предсказуемость.

В 1970–1980-е годы на фоне растущих разочарований в эффективности деятельности публичных корпораций и появления интереса к фондам прямых инвестиций (*private equity*) появилась агентская теория Майкла Дженсена и Уильяма Меклинга [Jensen, Meckling, 1976], рассматривающая выплату дивидендов как метод ограничения накопления излишнего денежного потока компании в руках ее менеджеров в пользу его передачи акционерам компаний. Так, если у менеджеров отсутствуют возможности инвестировать свободные денежные средства в проекты с высокой доходностью, то их излишек подлежит распределению между акционерами в виде дивидендов.

Наджа Аттиг и соавторы изучали агентскую проблему на основе выборки компаний из 19 стран, включая Россию, и пришли к выводу, что дивидендная доходность и показатели дивидендных выплат, как правило, существенно повышаются с ростом индекса неопределенности экономической политики (*Economic Policy Uncertainty, EPU*) [Attig et al., 2021]. Особенно значимо указанная закономерность проявляется в компаниях с положительными свободными денежными потоками, слабой защитой прав акционеров и низким уровнем корпоративного управления. Иными словами, во время экономической неопределенности акционеры склонны изымать в виде дивидендов деньги из компаний для решения собственных проблем, не оглядываясь на влияние подобной дивидендной политики на стоимость бизнеса и *TSR*.

В 1980-е годы появились сигнальные дивидендные гипотезы, рассматривающие дивидендную политику компаний в качестве средства преодоления информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами. Они предполагают, что дивидендная политика служит сигналом относительно текущего состояния компании для инвесторов, что напрямую влияет на цену ее акций [Miller,

Rock, 1985]. В одном из современных исследований на эту тему, проведенном Михаэли и соавторами, подчеркивается зависимость дивидендных выплат не от прибыли, а от денежного потока компаний [Michaely et al., 2020]. По мнению авторов, рост объемов дивидендных выплат и обратных выкупов, как правило, сигнализирует об ожидаемой стабильности денежных потоков компаний, и наоборот, их сокращение является сигналом финансовой нестабильности и более высокой волатильности будущих денежных потоков.

Кейтеринговая гипотеза Херша Шефрина и Ричарда Талера предполагает, что в процессе дивидендной политики менеджмент компаний прежде всего старается учесть интересы и предпочтения ключевых инвесторов для компании [Shefrin, Thaler, 1988]. Следование подобной практике может проявляться, например, в феномене «синица в руке» (*bird-in-hand*), когда эмитент акций идет на выплаты высоких дивидендов, желая угодить ключевым инвесторам, которые в силу особенностей их деятельности на конкретный момент времени особо заинтересованы в получении дивидендов.

Для развивающихся рынков характерны высокая концентрация собственности компаний в руках частных акционеров и государства, а также более слабая защита миноритарных инвесторов, меньшая информационная прозрачность для инвесторов и зависимость рынка капитала от иностранных инвесторов. В этих условиях принципы дивидендной политики, как правило, существенно отличаются от принципов, описанных классическими теориями.

В исследовании Абхинава Гойала и соавторов [Goyal et al., 2019] на примере выборки из 191 приватизированной компании 26 стран, включая Россию, и 4000 частных компаний было выявлено, что уровень государственной собственности позитивно влияет на размеры выплачиваемых приватизируемыми компаниями дивидендов, что соответствует выводам предшествующих исследований [Boubakri, Cosset, 1998; D'Souza, Megginson 1999; Gugler, 2003; Megginson, Nash, 1994; Von Eije, Megginson, 2008]. Новизной исследования [Goyal et al., 2019] было то, что авторы показали, что в процессе разрешения агентской проблемы в приватизируемых компаниях государство играет более активную роль в дивидендной политике по двум причинам. Во-первых, выступая за более высокие дивиденды в приватизированных компаниях, оно стремится повысить доверие к акциям компаний у миноритарных акционеров. Во-вторых, более высокие дивиденды становятся источником налогово-бюджетного дохода, компенсируя снижение государственной доли в структуре капитала компаний. При этом коэффициент дивидендных выплат в компаниях, где государство сохраняет контрольный пакет акций, существенно превышает аналогичный показатель в других КГУ.

В исследованиях [Абрамов и др., 2020а; 2020b], посвященных дивидендной политике российских компаний с 2006 по 2017 год, были обоснованы два основных мотива их дивидендных выплат. Первый состоит в необходимости выполнения КГУ решений Правительства Российской Федерации, которое последовательно повышало свои требования к минимальным дивидендным выплатам относительно чистой прибыли для крупных компаний с государственным участием в целях пополнения доходов федерального бюджета. Кроме того, с начала 2010-х годов крупные публичные компании, включая КГУ, активно использовали дивидендные выплаты в качестве стратегии повышения своей инвестиционной привлекательности для инвесторов.

На развивающихся фондовых рынках множество исследований посвящено изучению факторов, от которых зависит принятие компаниями решений о выплате дивидендов. На основе обобщения обширного перечня таких работ по развивающимся рынкам в коллективной монографии под научной редакцией Ирины Васильевны Ивашковской [Корпоративные финансовые решения..., 2020] авторы пришли к выводу, что общими для всех компаний детерминантами, влияющими на дивидендную доходность компаний, как правило, выступают уровень развития корпоративного управления, рентабельность капитала, размер компании, чистая прибыль и темпы ее роста.

По российским компаниям в статьях Никиты Константиновича Пирогова и Надежды Николаевны Волковой [Пирогов, Волкова, 2009], Елены Анатольевны Федоровой и соавторов [Федорова и др., 2017], Анны Евгеньевны Новак и соавторов [Новак и др., 2018], Александра Евгеньевича Абрамова и соавторов [Абрамов и др., 2020а; 2020b], Софии Игоревны Долгих и Богдана Станиславовича Потанина [Долгих, Потанин, 2023] среди факторов, влияющих на вероятность и размеры дивидендных выплат, выделялись такие переменные, как размер и возраст компании, рентабельность капитала, структура собственности компаний, показатели свободного денежного потока и долговой нагрузки, доля основных средств в активах и иные переменные.

Таким образом, анализ теоретических работ и эмпирических исследований показывает, что склонность компаний к выплате дивидендов и их размер носят циклический характер и зависят от таких экономических факторов, как уровень рыночных ставок процента, распространенность сделок обратного выкупа и отраслевые особенности экономик в части преобладания в них компаний технологического сектора и иных эмитентов, стратегия которых не предполагает выплат значительных дивидендов. Как

правило, более высокие размеры дивидендов характерны для периодов повышенной волатильности рынков, а также необходимости финансирования бюджетных расходов за счет дивидендных выплат по пакетам акций, принадлежащим государству.

И теория, и практика не дают ответа на вопрос о наличии какого-либо единого правила распределения чистой прибыли компаний между дивидендами и иными целями. Это решение находится в компетенции органов управления компаний и их акционеров. Однако нельзя забывать, что дивидендная доходность наряду с приростом капитала является лишь одним из элементов TSR, ее размер и волатильность может рассматриваться как ключевой индикатор эффективности вложений в акции компаний со стороны инвесторов и результативности дивидендной политики компаний с точки зрения учета интересов их акционеров.

В эмпирической части статьи анализируются ключевые закономерности дивидендной политики российских компаний и их влияние на общую доходность их акционеров с 2006 по 2024 год.

2. Характеристика объемов дивидендов и их плательщиков

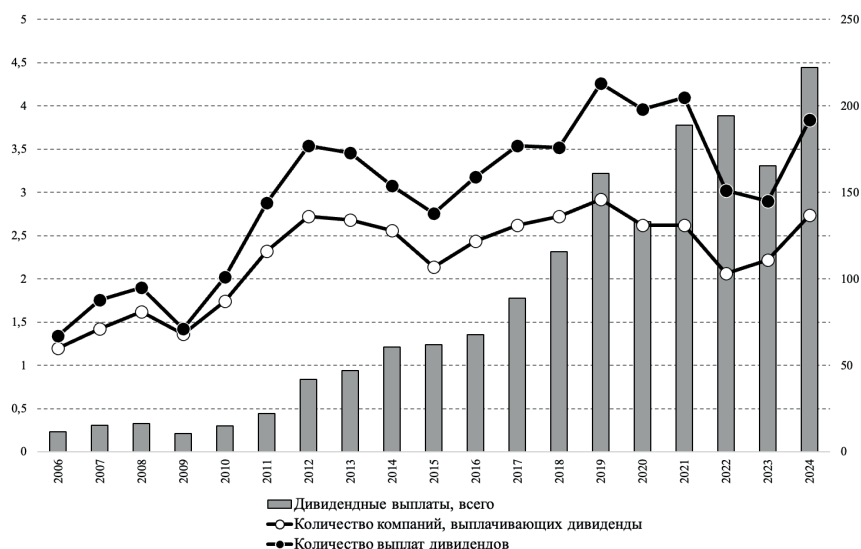
В отличие от рассмотренного выше феномена «исчезновения дивидендов» на рынке капитала в США на российском рынке в течение последних десяти лет наблюдается обратная тенденция ускоренного роста количества компаний, выплачивающих дивиденды, и сумм дивидендных выплат. За период с 2006 по 2024 год⁷ российскими компаниями по обыкновенным и привилегированным акциям⁸ выплачено 31,8 трлн руб. дивидендов, из которых 29,2 трлн руб., или 91,8%, пришлось на 2014–2024 годы, и 21,3 трлн руб., или 67,0%, — на 2019–2024 годы (рис. 1). Снижение выплат в 2023 году во многом обусловлено неопределенностью, вызванной санкциями после начала СВО. В 2024 году рост возобновился: общий размер дивидендных выплат в 2024 году составил 4,41 трлн руб. по сравнению с 3,31 трлн руб. в 2023 году, 3,89 трлн руб. — в 2022-м и 3,78 трлн руб. — в 2021-м.

Количество публичных компаний, выплачивающих дивиденды, выросло с 15 в 2005 году до 136 в 2012-м, и в 2012–2024 годах, несмотря на некоторые колебания в разные годы, в среднем оставалось стабильным на уровне 127 компаний. Из-за пандемии коронавируса и СВО оно снизилось до 103 компаний в 2022 году, однако вскоре восстановилось до 137 компаний в 2024 году. Коли-

⁷ Ранее выплаты дивидендов по акциям в обращении производились значительно реже или отсутствовали.

⁸ Оценки общих сумм дивидендных выплат основаны на размере дивиденда на одну акцию, выплаченного эмитентом (по данным Cbonds.ru), и количестве выпущенных обыкновенных и привилегированных акций на каждый момент времени (по данным о листинге Московской биржи).

чество выпусков акций, по которым выплачивались дивиденды, росло более высокими темпами, с 17 в 2005 году до 177 в 2012-м, и после временного снижения в 2013–2015 годах вновь выросло до 213 в 2019-м, отражая стремление ряда компаний выплачивать дивиденды на более регулярной основе. После снижения регулярности выплат во время пандемии коронавируса и с началом СВО данный показатель вырос в 2024 году до 197.



Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

Рис. 1. Число российских публичных компаний, выплачивающих дивиденды (правая ось, ед.), количество выплат дивидендов (правая ось, ед.) и сумма дивидендных выплат (левая ось, трлн руб.), 2006–2024 годы

Fig. 1. Number of Russian Public Companies Paying Dividends (right scale), Number (right scale) and Amount of Dividend Payments 2006–2024 (left scale, RUB tln)

В отличие от США в России отсутствовали такие факторы, влияющие на снижение значимости дивидендов, как длительное снижение доходности государственных облигаций, популярность обратных выкупов акций и ускоренный рост компаний бигтеха и акций роста, по которым, как правило, не выплачиваются дивиденды. Основными факторами, способствовавшими росту дивидендов российских компаний, стали повышение требований к минимальным выплатам компаний с государственным участием со стороны государства и стремление компаний поддерживать свою привлекательность в глазах инвесторов в условиях геополитических рисков и высокой волатильности фондового рынка [Абрамов и др., 2020а; 2020b]. Тренд наращивания дивидендных выплат в пользу акционеров в условиях

роста экономической неопределенности характерен для рынков разных стран [Attig et al., 2021].

Нередко целевые параметры дивидендной политики и роста капитализации, которые государство устанавливает для КГУ, являются не вполне согласованными. Для государства дивиденды по принадлежащим ему пакетам акций крупнейших КГУ стали планируемыми доходами бюджета. В результате эволюции требований к дивидендной политике КГУ Распоряжением Правительства Российской Федерации от 11.06.2021 № 1589-р с 1 июля 2021 года было предписано обязательное направление на выплату дивидендов не менее 50% чистой скорректированной прибыли за год, рассчитываемой по консолидированной финансовой отчетности в соответствии с МСФО.

Указом Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» в качестве одной из национальных целей развития предусмотрено повышение уровня капитализации российского рынка с нынешних 33% ВВП до 66% ВВП к 2030 году. Для достижения этой цели Минфин предполагал ввести показатели роста стоимости компаний в качестве оценочных показателей деятельности топ-менеджеров КГУ⁹.

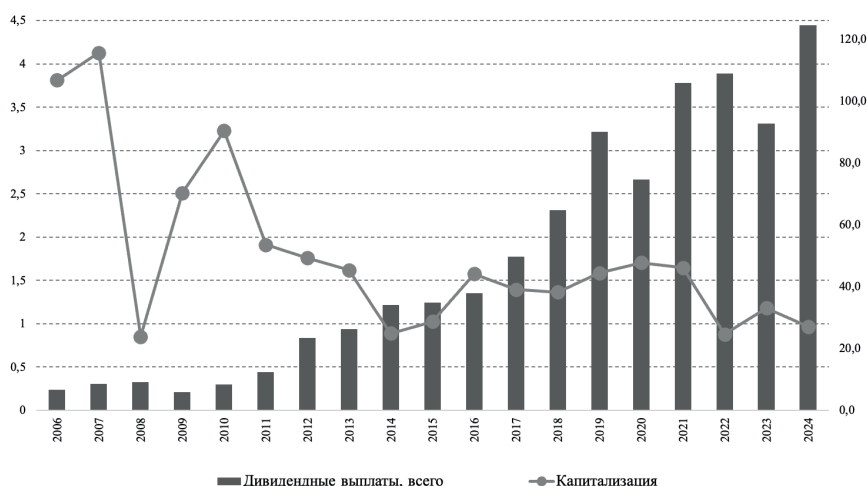
С точки зрения критериев эффективности корпоративного управления в публичном акционерном обществе более сбалансированным представляется подход Банка России, изложенный в «Информационном письме Банка России и Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости» от 13.01.2025 № ИН-02-28/68 и предусматривающий применение показателя TSR в качестве ключевого целевого индикатора стратегии повышения акционерной стоимости общества. Указанное предложение можно понимать таким образом, что для компании важным является повышение TSR, а рост капитализации и повышение дивидендных выплат являются более частными задачами. При этом максимизация TSR так же, как и дивидендных выплат, может ограничивать рост капитализации.

Однако оптимальный баланс интересов компаний и всех заинтересованных лиц в сфере дивидендной политики и роста капитализации еще только предстоит найти. Вероятно, здесь могут быть разные решения в зависимости от специфики бизнеса. В принимаемых самими эмитентами публичных документах по дивидендной политике ее цели и принципы, как правило, формулируются в общем виде, большинство из них понимают дивидендную политику как

⁹ Минфин рассказал, как выполнит указ по росту капитализации фондового рынка. Frank Media. 2024. 19 августа. <https://frankmedia.ru/174737>.

некий институт, позволяющий найти консенсус в распределении чистой прибыли между разными заинтересованными лицами¹⁰.

Другим фактором роста дивидендных выплат в 2012–2024 годах было стремление эмитентов сгладить последствия для инвесторов от замедления роста фондового рынка, вызванного волатильностью глобальных цен на экспортируемые ресурсы, введением санкций в 2014 и 2022 годах, оттоком средств иностранных институциональных инвесторов из акций с конца 2011 года. В условиях снижения показателя капитализация/ВВП с 27,1% в 2014 году до 24,9% в 2024-м (рис. 2) рост дивидендных выплат был призван компенсировать инвесторам потери в курсовой доходности их вложений.



Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

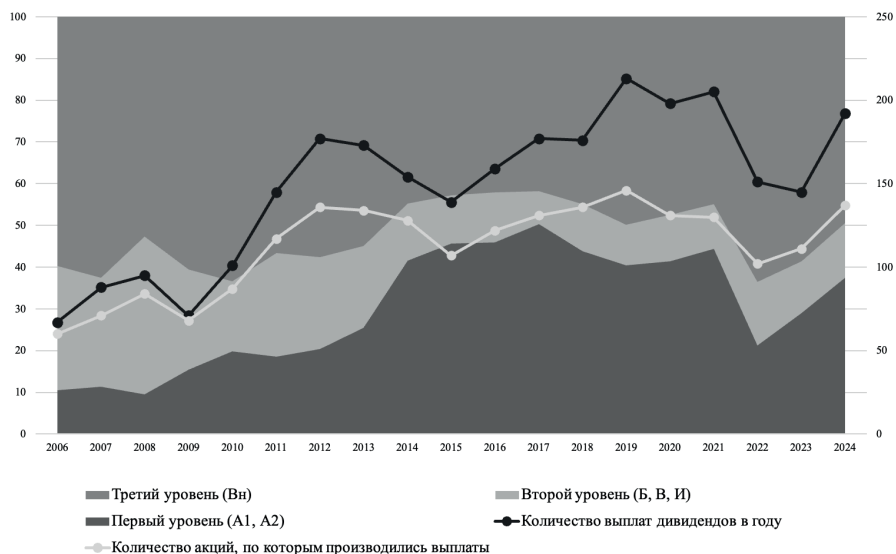
Рис. 2. Совокупная капитализация (правая ось, % ВВП) и сумма дивидендных выплат российских публичных компаний (левая ось, трлн руб.), 2006–2024 годы

Fig. 2. Total Capitalization (right scale, % GDP) and Dividend Payments of Russian Public Companies, 2006–2024 (left scale, RUB tln)

Как показано на рис. 3, более половины дивидендных выплат приходилось на акции третьего эшелона (внесписочные акции), характеризующиеся низким уровнем прозрачности финансовых

¹⁰ Так, дивидендная политика «Газпрома» направлена на повышение доходов акционеров общества как через выплату дивидендов, так и через увеличение капитализации общества; «Сбербанк» видит смысл дивидендной политики в нахождении оптимального распределения прибыли между дивидендными платежами и ее частью, которая остается в рамках фирмы для ее развития; у «Роснефти» дивидендная политика призвана повышать заинтересованность акционеров в прибыльности компании и росте ее инвестиционной привлекательности; в «Лукойле» дивидендная политика ориентирована на повышение инвестиционной привлекательности компании; в ГМК «Норильский никель» она должна обеспечивать получение акционерами дивидендов и в их интересах развитие и роста капитализации общества; дивидендная политика в «Газпром нефти» направлена на повышение инвестиционной привлекательности и капитализации общества.

показателей и данных о free-float (FF)¹¹. Второй по частоте дивидендных выплат категорией были акции первого уровня листинга (ранее — акции котировальных списков A1 и A2). Для них действуют наиболее жесткие условия о раскрытии информации, корпоративном управлении, размерах капитализации и FF. Кроме того, имеется ряд специальных требований для сохранения принадлежности акции к первому уровню, которые включают в себя требования ликвидности и постоянного регулярного раскрытия отчетности. В 2022–2024 годах средняя доля всех выплат по акциям третьего уровня составила 57%, по акциям первого уровня — 29%.



Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

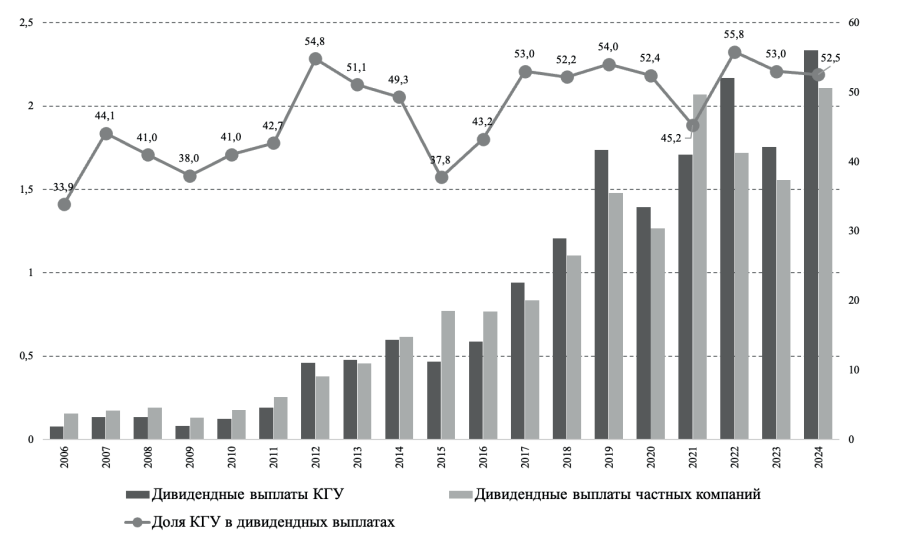
Рис. 3. Распределение количества дивидендных выплат между эшелонами (левая ось, %) и общее число дивидендных выплат и количества выпусков акций, по которым осуществлялись выплаты (правая ось, ед.), 2006–2024 годы

Fig. 3. Number of Dividend Payments by Tiers (left scale, %), Total Number of Dividend Payments, and Number of Shares Paying Dividends (right scale), 2006–2024

Большая часть дивидендных выплат приходится на КГУ. С 2017 по 2024 год доля дивидендов КГУ колебалась в диапазоне 52–56% (рис. 4), за исключением 2021 года, когда выплачивались дивиденды, начисленные в год пандемии коронавируса. Это может быть следствием предпринимавшихся в течение нескольких лет мер Правительства Российской Федерации, ори-

¹¹ Для эмитентов указанных акций не применяется требование о раскрытии информации, составлении и раскрытии отчетности по МСФО или иным международным стандартам, сроках существования эмитента, требованиях к корпоративному управлению, доле акций в свободном обращении (free-float) и т. д.

ентированных на то, чтобы каждая крупная КГУ направляла на выплату дивидендов не менее 50% чистой скорректированной прибыли.



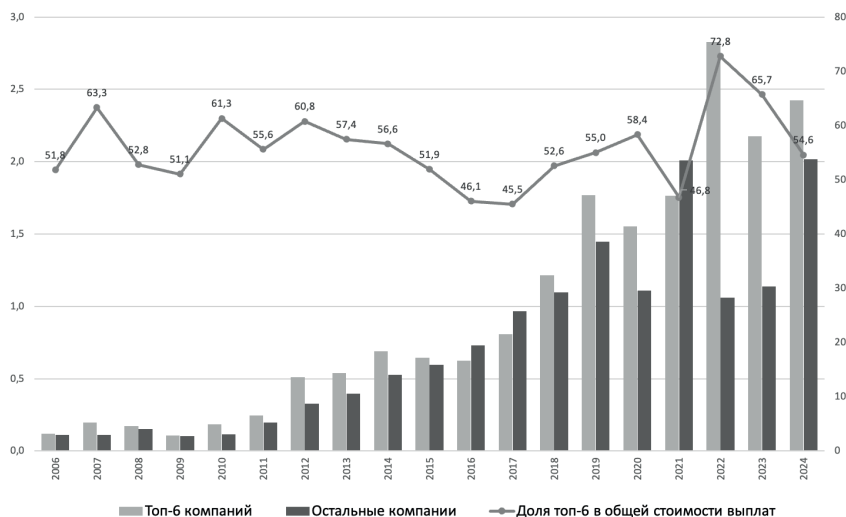
Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

Рис. 4. Стоимость выплаченных дивидендов частными компаниями и КГУ (левая ось, трлн руб.) и доля КГУ в дивидендных выплатах (правая ось, %), 2006–2024 годы

Fig. 4. Value of Dividends Paid by Private Companies and SOEs (left scale, RUB tln) and Share of SOEs' Dividends (right scale, %), 2006–2024

Основная доля дивидендных выплат производилась ограниченным кругом крупнейших эмитентов. На шесть компаний: «Газпром», «Сбер», «Лукойл», «Роснефть», «Газпром нефть» и «Норильский никель» — в 2023 году приходилось 65,7% всех дивидендных выплат (рис. 5). В 2024 году их доля в общем размере выплат уменьшилась до 54,6%. Средняя доля указанных компаний остается стабильно высокой на протяжении всего периода 2006–2024 годов, при этом она повысилась со среднего уровня 54,5% в 2006–2017 годах до 58,0% в 2018–2024 годах.

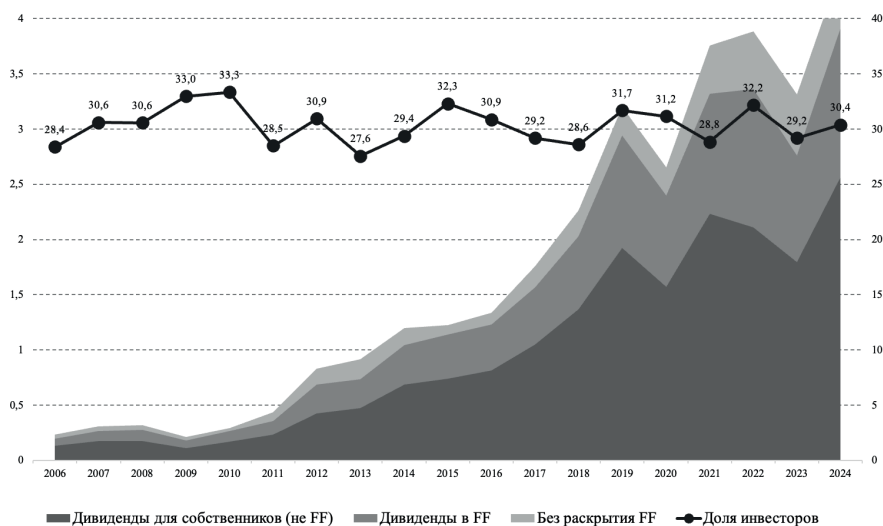
Из 258 акций (у части компаний — 213 — были выпущены как обыкновенные, так и привилегированные акции), по которым хотя бы один раз выплачивались дивиденды за период с 2006 по 2024 год, удалось собрать статистику по FF только у 122 акций, из которых 13 — привилегированные. Как показано на рис. 6, на рыночных инвесторов, чьи акции учитываются в FF компаний, в среднем приходилось лишь около трети. Из общей суммы выплаченных дивидендов за период 2006–2024 годов в размере



Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

Рис. 5. Выплаты дивидендов компаниями топ-6 (левая ось, трлн руб.) и доля этих компаний в общей стоимости выплат (правая ось, %), 2006–2024 годы

Fig. 5. Dividends Paid by the 6 Companies Paying the Highest Dividends Compared to Other Companies (left scale, RUB tln) and the Share of Dividends Paid by the Top 6 (right scale, %), 2006–2024



Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

Рис. 6. Дивидендные выплаты, приходящиеся на долю рыночных инвесторов в FF и иных акционеров (левая ось, трлн руб.), а также доля держателей FF в совокупных дивидендных выплатах (правая ось, %), 2006–2024 годы

Fig. 6. Dividend Payments on Free-Float and Restricted Shares (left scale, RUB tln) and Share of FF in Total Dividend Payments (right scale, %), 2006–2024

32,80 трлн руб. эти выплаты составили около 9,94 трлн руб., или 30,3%. Акционеры, чьи акции не входят в состав FF, за то же время получили 18,72 трлн руб., или 57,1% выплаченных дивидендов. Приводимая оценка имеет ряд погрешностей из-за непрозрачности данных, однако дает представление о том, как распределяются дивиденды между участниками биржевых торгов, причем, несмотря на неизвестные коэффициенты FF для большинства акций, их выплаты в общей сумме составляют лишь небольшую долю и не влияют на итоговые выводы.

3. Дивидендная доходность и дивидендные выплаты

Дивидендная доходность рассчитывалась нами как отношение размера дивиденда на акцию к ее средней дневной цене в течение года до экс дивидендной даты. Для компаний, которые выплачивают дивиденды чаще одного раза в год, дивидендные доходности в течение календарного года суммировались, чтобы отразить оценочную годовую дивидендную доходность, сопоставимую с остальной выборкой. Для всей выборки в качестве основного сводного индикатора дивидендной доходности выбрана медиана из-за редких, но присутствующих выбросов. Для выборки компаний, входящих в индекс Московской биржи, использованы три показателя: медиана и среднее, чтобы отобразить асимметрию и потенциальный разброс в значениях, а также взвешенное по нормированным фактическим весам эмитента в индексе, чтобы показать средневзвешенную дивидендную доходность инвестора, покупающего пассивный индексный портфель, например через биржевой ПИФ. Наиболее часто в качестве фундаментального индикатора дивидендной доходности для индексов используется взвешенная средняя.

В 2012–2024 годах на российском рынке не наблюдалось долгосрочной тенденции снижения доходности к погашению государственных облигаций, поэтому для внутренних долгосрочных инвесторов ОФЗ не теряли свою привлекательность. По нашим расчетам, за указанные 13 лет среднегеометрическая доходность к погашению широкого портфеля государственных облигаций (индекса Cbonds-GBI) составляла 8,3% годовых при среднем уровне инфляции 6,0%. За тот же период из-за высокой волатильности рынка среднегеометрическая доходность индекса Мосбиржи составила всего 5,3%, что меньше доходности к погашению ОФЗ и инфляции. В этих условиях ориентация на наращивание дивидендных выплат стала рациональным выбором российских ПАО в их стремлении переиграть как инфляцию, так и доходность к погашению ОФЗ. В 2012–2024 годах среднегеометрическая доходность индекса Мосбиржи полной доходности достигла

11,5% годовых, что сделало акции многих компаний более привлекательными вложениями, чем ОФЗ.

Показатель средней дивидендной доходности акций¹² в индексе Московской биржи повысился с 2,3% в 2011 году до 12,2% в 2024-м (рис. 7). При этом с 2019 года дивидендная доходность акций превысила доходность к погашению государственных облигаций в портфеле индекса Cbonds-GBI. В 2024 году из-за роста доходности к погашению ОФЗ под влиянием повышения ключевой ставки Банка России и снижения уровня дивидендной доходности акций доходность ОФЗ вновь превысила дивидендную доходность акций индекса Московской биржи. Снижение взвешенной средней доходности акций индекса Мосбиржи в 2023–2024 годах свидетельствует о снижении дивидендной доходности акций крупнейших российских ПАО в условиях высокой ключевой ставки и повышенной доходности государственных облигаций.

По более широкому кругу эмитентов дивидендная доходность продолжала расти в 2021–2024 годах, что свидетельствует о стремлении эмитентов из числа внебиржевых компаний поддерживать привлекательность своих акций для российских внутренних инвесторов.

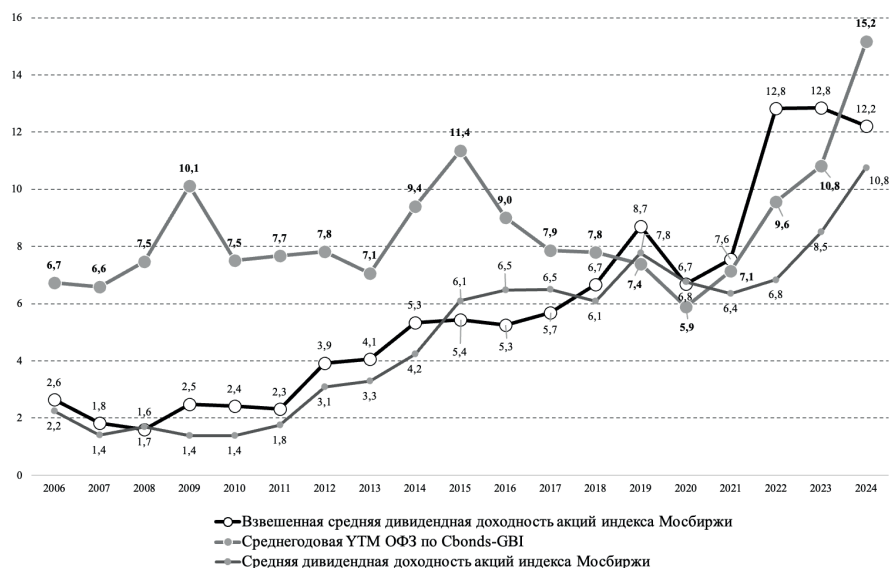
В 2022 и 2023 годах отмечалось резкое ухудшение прозрачности финансовой отчетности по эмитентам, выплачивающим дивиденды. Так, отчетность за 2023 год на момент выплат была раскрыта лишь для малого числа эмитентов. Кроме того, наблюдается эффект от послаблений в раскрытии отчетности для эмитентов акций, принятых Правительством Российской Федерации в марте 2022 года¹³ и неоднократно продлеваемых¹⁴. В июле 2023 года истекло право на нераскрытие финансовой отчетности, однако ряд послаблений остается, включая право не раскрывать состав собственников¹⁵. Эти меры по повышению устойчивости экономики в условиях санкций привели к тому, что по истечении срока на нераскрытие финансовой отчетности ряд компаний возобновили публикацию финансовой информации, однако не разместили отчеты за 2022 год или сделали это значительно позже, что привело к снижению прозрачности информации, особенно в части консолидированной отчетности.

¹² В качестве индикатора дивидендной доходности используется рассчитанный нами средне-взвешенный по удельному весу эмитентов в индексе Московской биржи показатель.

¹³ Постановление Правительства Российской Федерации от 12.03.2022 № 351. <http://government.ru/news/44798/>.

¹⁴ Постановление Правительства Российской Федерации от 24.11.2022 № 2131. <http://government.ru/docs/47148/>.

¹⁵ Постановление Правительства Российской Федерации от 04.06.2023 № 1102. <http://government.ru/news/48937/>.



Примечание. При расчете использовались данные по акциям, которые торговались хотя бы 30 дней в течение 2 лет после дивидендного события и не менее 2 дней во временном окне 10 дней вокруг дивидендного события.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds, СПАРК и Московской биржи.

Рис. 7. Средневзвешенная и средняя дивидендные доходности индекса Московской биржи и доходность к погашению государственных облигаций индекса Cbonds-GBI (%), 2006–2024 годы

Fig. 7. MOEX Index Weighted and Simple Average Dividend Yield and Government Bond Yield to Maturity in the Cbonds-GBI Index (%), 2006–2024

4. Влияние дивидендов на доходности портфелей инвесторов

Вопрос о том, насколько выплаты дивидендов способствуют росту капитализации российских компаний и долгосрочной общей доходности акционера, остается открытым.

На примере индекса Московской биржи как портфеля из наиболее ликвидных и информационно прозрачных акций выделить основной тренд позволяет декомпозиция общей доходности на курсовую доходность (PriceReturn), то есть вклад роста стоимости акций или капитализации компаний в составе портфеля, и дивидендную доходность (DivYield), получаемую инвестором в конкретный год агрегированным итогом, а также остаток — эффект взаимодействия курсовой и дивидендной доходности (уравнения (1), (2))¹⁶:

¹⁶ Фактически остаток отражает потенциал от реинвестирования дивидендов в те же акции вместо направления их на текущее потребление, то есть вывод с фондового рынка. В ином случае TSR можно рассматривать как простую сумму курсовой и дивидендной доходностей. Предлагаемые выводы и результаты значительно не меняются при подобном расчете.

$$(1 + TSR) = (1 + PriceReturn) \times (1 + DivYield), \quad (1)$$

$$TSR = PriceReturn + DivYield + PriceReturn \times DivYield. \quad (2)$$

Предлагается декомпозиция на основе использования двух версий индекса Московской биржи, которые раскрываются инвесторам и позволяют узнать TSR и PriceReturn: ценовая версия и версия общей доходности с учетом дивидендов.

Помимо декомпозиции абсолютного вклада каждого из трех компонентов в общую доходность можно рассчитать относительный вклад. Подобный подход позволяет понять, что стало основным драйвером общей доходности — дивиденды или рост стоимости акций. В периоды положительной курсовой доходности это не составляет труда и рассчитывается по обычной методике определения веса. Несколько сложнее определить эффект при отрицательном значении курсовой доходности. Пусть, например, общая и курсовая доходности составили 1% и –10% соответственно. Очевидно, что в этом случае основным драйвером общей доходности выступают дивиденды, которые не только компенсируют снижение фондового рынка, но и приводят к итоговому выигрышу инвестора на этом промежутке времени. Дивидендная доходность тогда оценивается в 12,2%. Предлагается считать вклад дивидендов с учетом всегда строгой положительности дивидендной доходности следующим образом (уравнение (3)):

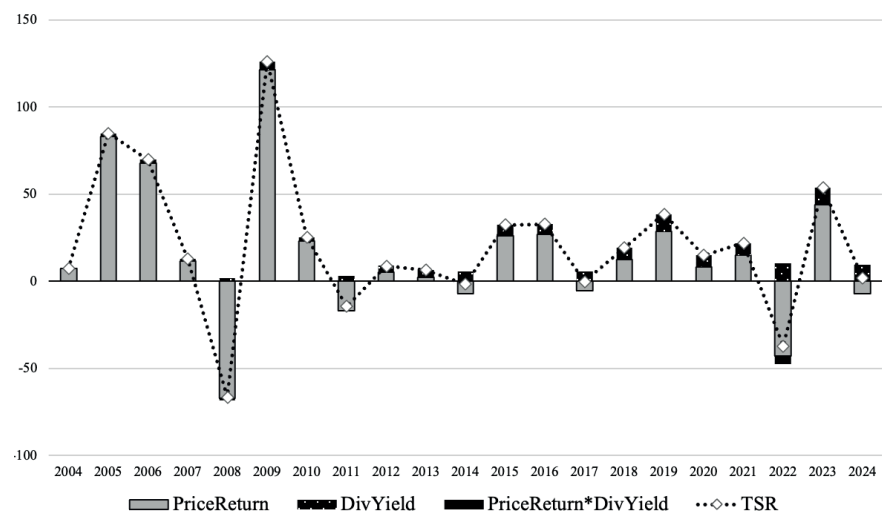
$$\begin{aligned} &\text{Вклад дивидендов в TSR} = \\ &= \frac{DivYield}{|PriceReturn| + |PriceReturn \times DivYield| + DivYield}. \quad (3) \end{aligned}$$

Тогда в приведенном примере дивиденды обуславливают более половины динамики общей доходности — 52,1%.

Декомпозиция общей доходности индекса Мосбиржи показана на рис. 8 с 2004 года, в котором еще ни одна компания в его составе не выплатила дивиденды. Дивидендная доходность росла с течением времени, а два года с наибольшими значениями — 2022-й и 2024-й с дивидендной доходностью 10,31 и 9,25%, соответственно.

Наибольший интерес представляют периоды с отрицательной курсовой доходностью, то есть периоды падения рынка акций, если измерять его основным индексом Мосбиржи — это 2008, 2011, 2014, 2017, 2022 и 2024 годы. К подобным особым годам также можно отнести 2020-й, на который пришелся резкий обвал рынков из-за пандемии. С течением времени всё более четко становится видно, что дивиденды являются некоторым амортизатором падения курсовой доходности. Если в 2008 и 2011 годах дивидендные выплаты практически не осуществлялись, а компании не рас-

сма­три­ва­ли этот ин­стру­мент всерьез, то по­сле 2011-го с каж­дым но­вым го­дом от­ри­ца­тель­ной курсо­вой до­ход­но­сти дивиденды всё бо­лее и бо­лее по­зво­ля­ли ис­пра­вить об­щую до­ход­ность ин­ве­сто­ра.



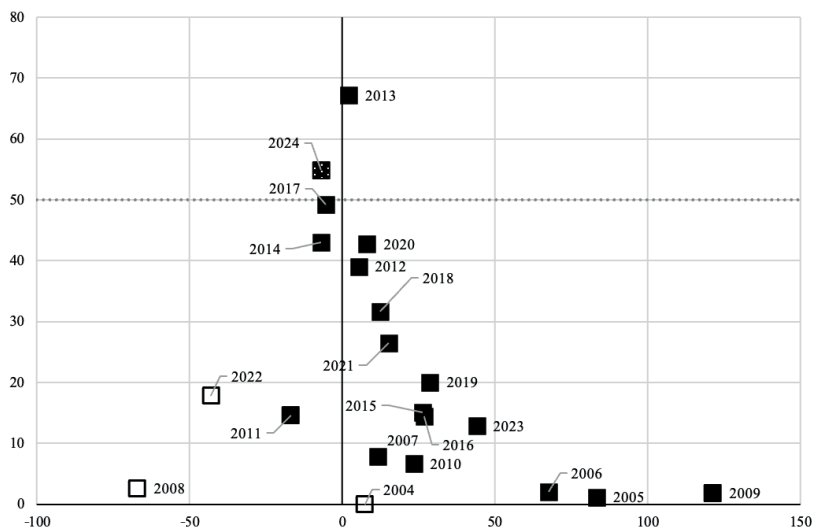
Ис­точ­ник: рас­че­ты ав­то­ров по дан­ным Мос­ков­ской бир­жи.

Рис. 8. Де­ком­по­зи­ция об­щей до­ход­но­сти ин­дек­са Мос­бир­жи (%), 2004–2024 го­ды

Fig. 8. De­com­po­si­tion of the MOEX In­dex To­tal Re­turn (%), 2004–2024

Как имен­но дивиденды ис­поль­зо­ва­лись ком­па­ни­я­ми для смяг­че­ния па­де­ния об­щей до­ход­но­сти ак­ци­о­не­ров в пе­ри­оды па­де­ния рын­ка, мож­но уви­деть на рис. 9, где пред­став­лен вклад дивидендов в об­щую до­ход­ность в за­ви­си­мо­сти от дви­же­ния сто­и­мо­сти ак­ций в пор­т­фе­ле ин­дек­са. Не­ко­то­рые го­ды мож­но ис­клю­чить из рас­смот­ре­ния. Это 2004-й, в ко­то­ром от­сут­ст­во­ва­ли вы­пла­ты, а так­же кри­зис­ный 2008-й (и по­тен­ци­аль­но 2011-й), в ко­то­ром еще, по всей ви­ди­мо­сти, дивиденды не при­ме­ня­лись как ин­стру­мент управ­ле­ния об­щей до­ход­но­стью ак­ци­о­не­ров и бы­ли от­но­си­тель­но ред­ки. Так­же вы­де­ля­ет­ся 2022 го­д, ко­гда па­де­ние рын­ка бы­ло слиш­ком ве­ли­ко, что­бы смяг­чить его дивидендами, а ряд круп­ней­ших ком­па­ний во­все от­ка­за­лись от вы­пла­т на фоне не­га­тив­ных ожи­да­ний и санк­ций.

В ос­та­ль­ные го­ды прослеживается не­ко­то­рая за­ко­но­мер­ность. Чем ниже курсо­вая до­ход­ность, то есть в пе­ри­оды па­де­ния или за­мед­ле­ния роста цен ак­ций на рын­ке, тем выше вклад дивидендов в об­щую до­ход­ность ак­ци­о­не­ров. Ина­че го­во­ря, дивиденды по­зво­ля­ют ком­пен­си­ро­вать мед­лен­ный рост сто­и­мо­сти пор­т­фе­ля и, на­про­тив, пред­по­ложитель­но вы­пла­чи­ва­ют­ся в мень­шем объе­ме или ме­нее за­мет­ны в пе­ри­оды под­ъе­ма на рын­ке.



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Рис. 9. Вклад дивидендов в общую доходность (ось ординат, %) в зависимости от движения стоимости акций в портфеле индекса (ось абсцисс, %), 2004–2024 годы

Fig. 9. Contribution of Dividends to Total Return (y-axis, %) Depending on the Change of Stock Prices in the Index Portfolio (x-axis, %), 2004–2024

Отдельно стоит упомянуть 2014, 2017 и 2024 годы. В эти годы курсовая доходность была отрицательной. При этом видно, как с течением времени рос вклад дивидендов в попытки компенсации акционерам падения стоимости акций. Если в 2014 году это почти удалось, то уже в 2017-м дивидендная доходность в 5,63% полностью компенсировала падение стоимости акций на 5,51%, а в 2024-м и вовсе позволила при снижении стоимости акций на 6,97% получить положительную общую доходность при дивидендной доходности в 9,25%. Последнее событие отмечено на рис. 9 пунктирной линией: если точка лежит выше нее при отрицательной курсовой доходности, значит, дивиденды компенсируют падение рынка и даже приносят дополнительную премию акционерам.

Анализ долгосрочной курсовой и общей доходности разных факторных портфелей на временном горизонте с 2005 по 2024 год (табл. 1) позволяет выделить ряд интересных закономерностей в поведении портфелей акций с высокой дивидендной доходностью.

По критерию курсовой доходности на всех рассмотренных временных горизонтах акции с высокой дивидендной доходностью стабильно уступали не только портфелю широкого рынка акций, но и акциям без дивидендов и акциям с высоким уровнем чистой прибыли на стоимость акций (E/P). В целом в 2005–2024 годах

курсовая доходность портфеля акций с высокими дивидендами составляла 7,9% годовых при доходности широкого портфеля акций в размере 13,8%, акций без выплаты дивидендов — 8,8% и акций с высоким E/P — на уровне 13,0%. Это показывает, что выплата высоких дивидендов по акциям отрицательно влияла на динамику роста курсовой стоимости акций и, соответственно, капитализацию эмитентов.

Т а б л и ц а 1

Среднегодовая доходность портфелей факторного инвестирования
в акции российских компаний (%)

Table 1

Факторные стратегии	Курсовая доходность			TSR		
	2005–2024	2013–2024	2022–2024	2005–2024	2013–2024	2022–2024
Широкий рынок акций	13,8	14,1	3,3	18,32	18,60	11,26
Акции с низкой дивидендной доходностью	10,0	14,1	–6,0	12,85	15,47	–0,88
Акции с высокой дивидендной доходностью	7,9	11,7	2,5	15,59	20,50	14,98
Акции без дивидендных выплат ^a	16,4	13,9	13,9	17,05	14,65	17,84
Акции с дивидендными выплатами	8,8	12,9	–1,0	14,04	18,14	8,35
Акции с высоким E/P ratio	13,0	15,5	5,6	17,92	19,82	17,27

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

Источник: расчеты авторов на основании данных ресурса Конструктор CAPM-ru. Свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2023624760 Российская Федерация. Факторы риска акций на российском рынке 2023 / Радыгин А. Д., Абрамов А. Е., Чернова М. И. https://aea.ru/download_capm.html.

Инвестирование в акции с более высокой дивидендной доходностью приносило более смешанные результаты с точки зрения общего дохода акционеров. Однако и здесь прослеживаются некоторые закономерности. TSR указанного портфеля в размере 15,6% годовых за период с 2005 по 2024 год была ниже доходности широкого портфеля акций, акций без дивидендов и акций с высоким мультипликатором E/P соответственно в размере 18,3, 17,0 и 17,9%. Это означает, что на самом длинном горизонте более высокую доходность имели акции, приносящие прежде всего доход

в виде прироста их курсовой стоимости. Это отчасти подтверждает предположения Модильяни — Миллера [Miller, Modigliani, 1961] о том, что с точки зрения общей доходности акционера более важное значение имеет размер чистой прибыли, а не ее распределение между дивидендами и иными целями.

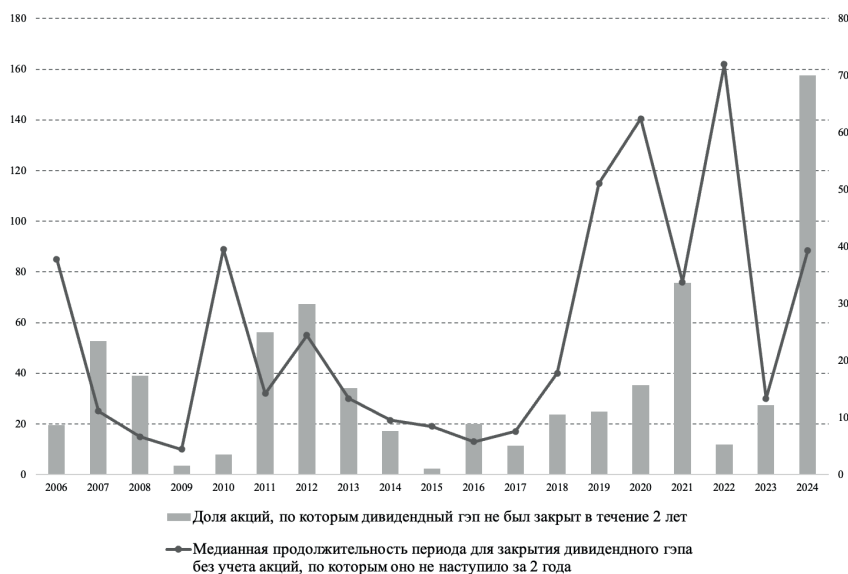
В то же время рост TSR за счет опережающего роста курсовой стоимости акций на протяжении рассматриваемого 20-летнего периода был непостоянным. В 2013–2024 годах TSR портфеля высокодивидендных акций в размере 20,5% годовых была выше, чем у портфелей широкого рынка акций, акций без дивидендов и акций с высоким E/P в размере соответственно 18,6, 14,6 и 19,8%. Как было показано ранее, это был период стагнации роста курсовой стоимости акций, когда эмитенты стремились компенсировать низкую курсовую доходность акционеров за счет более высоких дивидендов, особенно в годы отрицательной курсовой доходности акций. Однако в 2022–2024 годах более быстрый рост стоимости акций третьего эшелона и новых компаний, размещенных на IPO, привел к тому, что портфель высокодивидендных акций вновь принес более низкую доходность в размере 15,0% по сравнению с доходностью акций без дивидендов и акций с высоким E/P в размере 17,8 и 17,3% годовых, сохранив преимущество по сравнению с широким портфелем акций. Насколько устойчивой окажется новая тенденция опережающего роста TSR указанных акций, пока трудно предполагать. Однако она заслуживает внимания, поскольку может быть проявлением позитивного процесса появления новых лидеров роста российского рынка акций, заслуживающего всемерной поддержки со стороны инвесторов и регулятора.

5. Механизм, ограничивающий TSR высокодоходных акций

Выплата значительных дивидендов, как правило, приводит к падению стоимости акций (гэпу) начиная с экс дивидендной даты и ее длительному восстановлению. Это может нивелировать преимущества в общей доходности таких акций¹⁷. Рост дивидендных выплат в 2019–2024 годах сопровождался повышением глубины гэпов и особенно сроков их закрытия.

¹⁷ Дивидендный гэп характеризуется падением цены акции в первые дни с экс дивидендной даты, начиная с которой покупка акций не позволяет рассчитывать на получение объявленного дивиденда. Так как базы данных для исторической выборки дивидендных выплат имеют погрешность, а ликвидность для ряда акций снижена, то в исследовании использовалось временное окно в 10 дней, а дивидендным гэпом считалось максимальное процентное падение цены акции относительно цены дня перед экс дивидендной датой. Срок закрытия дивидендного гэпа рассчитывался как количество календарных дней, которое требуется для восстановления цены акции до уровня дня перед экс дивидендной датой. Предполагалось, что если по акции дивидендный гэп не закрыт в течение 726 или 727 дней (в зависимости от високосного года), то признаётся, что он не закрыт совсем.

С 2019 года для акций, по которым дивидендный гэп был закрыт, то есть цена восстановилась и превысила значение на экс дивидендную дату, значительно выросло время закрытия — примерно до полугода (рис. 10). Снижение медианного срока в 2021 году означает, что крайне длительное закрытие было характерно только для узкого круга акций. Однако в 2022 году этот показатель вновь существенно вырос.



Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Московской биржи.

Рис. 10. Медианные сроки закрытия дивидендного гэпа (левая ось, календарные дни) и доля акций, по которым дивидендный гэп не был закрыт в течение 2 лет (правая ось, %), 2006–2024 годы

Fig. 10. Median Dividend Gap Closing Times (left scale, calendar days) and Proportion of Shares Failing to Close the Dividend Gap After 2 years (right scale, %), 2006–2024

В 2021 году примерно у трети ликвидных акций дивидендный гэп не был закрыт в течение двух лет. В 2023 году продолжительность закрытия дивидендного гэпа снизилась, однако вновь начала расти доля акций с открытым гэпом по сравнению с 2022 годом. По 70% акций с выплатами в 2024 году по состоянию на конец года дивидендный гэп не был закрыт, а по остальным потребовалось 88,5 дня на восстановление цены.

У ряда эмитентов средняя глубина дивидендного гэпа превышает среднюю дивидендную доходность. В целом по выборке разница между ними достигает 5 п.п., что можно объяснить следующим образом. После наступления экс дивидендной даты те инвесторы, которые рассчитывали на получение дивидендной доходности, стремятся их продать. Однако такая распродажа акций

оказывается настолько стремительной, что снижает цену слишком сильно. Это приводит к тому, что общая доходность потенциально может быть отрицательной для очень большого числа таких инвесторов. На всем временном горизонте с 2006 по 2024 год мы обнаружили 78 событий из 2056, когда глубина дивидендного гэпа составляла 25% и больше, то есть наступление экс дивидендной даты фактически приводило к возникновению финансового кризиса для определенного выпуска акций согласно классическому определению данного понятия как снижения курсовой стоимости акций за период до одного года.

6. Основные выводы

Понимание трендов дивидендной политики и доходности вложений в дивидендные акции позволяет глубже понять причины, по которым компании платят дивиденды. В статье были выявлены следующие ключевые тенденции.

Размеры дивидендных выплат и количество осуществляющих их компаний зависят от деловых циклов, поведения инвесторов, степени недооцененности компаний и присутствия на рынке новых компаний, финансирующих рост за счет прибыли и не готовых платить дивиденды.

Структурные изменения модели роста российского рынка акций в начале 2010-х годов на фоне повышенной волатильности валютных поступлений в сырьевые компании, оттока вложений иностранных портфельных инвесторов, введения санкций и опоры рынка преимущественно на внутренних инвесторов привели к тому, что эмитенты стали активно использовать дивиденды для компенсации замедления роста курсовой стоимости. Драйвером роста дивидендных выплат выступало государство, заинтересованное в финансировании дефицита бюджета через КГУ.

Неравномерность дивидендных выплат по разным факторам можно проиллюстрировать тем, что более 50% их объема приходилось или на шесть крупнейших компаний, или на КГУ, или на мажоритарных акционеров, не принимающих участия в поддержании ликвидности вторичного рынка.

Выплата дивидендов играет важную роль в долгосрочной стабилизации рынков капитала, смягчая для инвесторов силу финансовых кризисов и помогая более быстрому восстановлению стоимости акций.

Опережающий рост TSR носит защитный характер при волатильном рынке акций. Однако это негативно влияет на стоимость компаний, что может быть препятствием для достижения целей удвоения капитализации фондового рынка к 2030 году, а также

повышать риски глубоких дивидендных гэпов на фоне нерационального поведения частных инвесторов.

Со стороны инвесторов высокая дивидендная доходность не всегда ведет к более высокой TSR, повышая важность размера, а не распределения чистой прибыли. Акции без дивидендов и акции с высоким коэффициентом E/P, как правило, приносят более высокую совокупную доходность, чем акции с высокой дивидендной доходностью.

Решение задачи ускоренного роста капитализации эмитентов и TSR должно опираться на рост чистой прибыли компаний и ее рациональное распределение по решению органов управления ПАО между дивидендами, инвестициями и иными целями. Важную роль в этом играют инвестиционный климат, макроэкономическая стабильность и полноценное раскрытие информации и финансовой отчетности эмитентов, повышающие спрос на акции.

Инвесторам необходимо учитывать, что формирование инвестиционного портфеля лишь на основании информации о дивидендной доходности несет высокие риски получения более низкой TSR. Хотя дивидендные стратегии имеют значительный потенциал для доходности инвесторов, они должны основываться на более сложных критериях выбора акций в портфеле, чем дивидендная доходность и дивидендные выплаты. Для повышения доступности этих стратегий для частных инвесторов необходимо создание и профессиональное управление коллективными инвестиционными фондами с широким спектром диверсификации.

Литература

1. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Ч. 1 // Вопросы экономики. 2020а. № 1. С. 66–92. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-1-66-92.
2. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Ч. 2 // Вопросы экономики. 2020б. № 2. С. 59–85. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-2-59-85.
3. Долгих С.И., Потанин Б.С. Факторы дивидендной политики российских компаний // Проблемы прогнозирования. 2023. № 3(198). С. 146–157. DOI: 10.47711/0868-6351-198-146-157.
4. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография / под науч. ред. И.В. Ивашковской. М.: ИНФРА-М, 2020.
5. Новак А.Е., Силкина О.С., Хвостова И.Е. Эмпирический анализ дивидендной политики государственных и частных компаний в России // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 5. С. 90–104. DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-5-90-104.
6. Пирогов Н.К., Волкова Н.Н. Дивидендная политика компаний на развивающихся рынках // Корпоративные финансы. 2009. Т. 4. № 12. С. 57–78. DOI: 10.17323/j.jscr.2073-0438.3.4.2009.57-78.
7. Федорова Е.А., Воронкевич А.Б., Каменева Е.А. Влияние концентрации собственности на дивидендную политику российских компаний // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. № 2. С. 23–29. DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-2-23-29.

8. *Atkeson A., Heathcote J., Perri F.* Reconciling Macroeconomics and Finance for the U.S. Corporate Sector: 1929 to Present. NBER Working Paper 33459. 2025. DOI: 10.3386/w33459. <https://www.nber.org/papers/w33459>.
9. *Atmaz A., Basak S.* Stock Market and No-Dividend Stocks // *Journal of Finance*. 2022. Vol. 77. Is. 1. P. 545–599. DOI: 10.1111/jofi.13098.
10. *Attig N., El Ghouli S., Guedhami O., Zheng X.* Dividends and Economic Policy Uncertainty: International Evidence // *Journal of Corporate Finance*. 2021. Vol. 66. Article 101785. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101785.
11. *Bernstein P. L.* Dividends: The Puzzle // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1996. Vol. 9. Is. 1. P. 16–22. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00097.x.
12. *Black F.* The Dividend Puzzle // *Journal of Portfolio Management*. 1976. Vol. 2. No 2. P. 5–8. DOI: 10.3905/jpm.1976.408558.
13. *Boubakri N., Cosset J. C.* The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence From Developing Countries // *Journal of Finance*. 1998. Vol. 53(3). P. 1081–1110.
14. *Campbell J. Y., Shiller R. J.* Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update. Cowles Foundation Discussion Papers 1295. Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University. 2001.
15. *D'Souza J., Megginson W.* The Financial and Operating Performance of Privatized Firms During the 1990s // *Journal of Finance*. 1999. Vol. 54(4). P. 1397–1438.
16. *Dean J.* Capital Budgeting. New York: Columbia University Press, 1951. DOI: 10.7312/dean90552.
17. *DeAngelo H., DeAngelo L.* Payout Policy Irrelevance and the Dividend Puzzle. SSRN Working Paper 528704. Los Angeles: University of Southern California, 2004.
18. *Fama E. F., French K. R.* Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay // *Journal of Financial Economics*. 2001. Vol. 60. No 1. P. 3–43.
19. *Friedman M.* A Friedman Doctrine — The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits // *The New York Times Magazine*. 1970. September 13. P. 17. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.
20. *Gordon M. J.* Dividends, Earnings, and Stock Prices // *The Review of Economics and Statistics*. 1959. Vol. 41. No 2. Part 1. P. 99–105. DOI: 10.2307/1927792.
21. *Gordon M.* The Savings Investment and Valuation of a Corporation // *The Review of Economics and Statistics*. 1962. Vol. 44. No 1. P. 37–51. DOI: 10.2307/1926621.
22. *Goyal A., Jategaonkar S. P., Muckley C. B.* Why Do Privatized Firms Pay Higher Dividends? // *Journal of Corporate Finance*. 2019. Article 101493. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.101493.
23. *Gugler K.* Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment // *Journal of Banking & Finance*. 2003. Vol. 27(7). P. 1297–1321.
24. *Hartzmark S. M., Solomon D. H.* The Dividend Disconnect // *The Journal of Finance*. 2019. Vol. 74. Is. 5. DOI: 10.1111/jofi.12785C.
25. *Jensen M. C., Meckling W. H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No 4. P. 305–360.
26. *Lefkowitz D., Gattani S.* Are Better Days Ahead for Dividend Investors? Current Challenges Facing Equity-Income Investors are Not Insurmountable // *Morningstar*. 2024. June 20. <https://indexes.morningstar.com/insights/analysis/bltc6cade989e6a4c54/are-better-days-ahead-for-dividend-investors>.
27. *Lintner J.* Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes // *American Economic Review*. 1956. Vol. 46. No 2. P. 97–113.
28. *Megginson W. L., Nash R. C., Van Randenborgh M.* The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis // *Journal of Finance*. 1994. Vol. 49(2). P. 403–452.
29. *Michaely R., Moin F.* Disappearing and Reappearing Dividends // *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 143. Is. 1. P. 207–226. DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.06.029.
30. *Michaely R., Rossi S., Weber M.* Signaling Safety // *Journal of Financial Economics*. 2020. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.08.013.

31. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. 1961. Vol. 34. No 4. P. 411–433.
32. Miller M., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information // Journal of Finance. 1985. Vol. 40. No 4. P. 1031–1051.
33. Peris D. The Ownership Dividend. The Coming Paradigm Shift in the U.S. Stock Market. London: Routledge, 2024. DOI: 10.4324/9781003292272.
34. Shefrin H. M., Thaler R. H. The Behavioral Life-Cycle Hypothesis // Economic Inquiry. 1988. Vol. 26. No 4. P. 609–643.
35. Von Eije H., Megginson W. L. Dividends and Share Repurchases in the European Union // Journal of Financial Economics. 2008. Vol. 89(2). P. 347–374.

References

1. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I., Entov R. M. “Zagadka dividendov” i rossiyskiy rynek aktsiy. Ch. 1 [The “Dividend Puzzle” and the Russian Stock Market. Part 1]. *Voprosy ekonomiki*, 2020a, no. 1, pp. 66–92. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-1-66-92. (In Russ.)
2. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I., Entov R. M. “Zagadka dividendov” i rossiyskiy rynek aktsiy. Ch. 2 [The “Dividend Puzzle” and the Russian Stock Market. Part 2]. *Voprosy ekonomiki*, 2020b, no. 2, pp. 59–85. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-2-59-85. (In Russ.)
3. Dolgikh S. I., Potanin B. S. Faktory dividendnoy politiki rossiyskikh kompaniy [Factors of the Dividend Policy Pursued by Russian Companies]. *Problemy prognozirovaniya [Forecasting Problems]*, 2023, no. 3(198), pp. 146–157. DOI: 10.47711/0868-6351-198-146-157. (In Russ.)
4. Ivashkovskaya I. V. (ed.). *Korporativnye finansovye resheniya. Empiricheskiy analiz rossiyskikh kompaniy (korporativnye finansovye resheniya na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala): monografiya [Corporate Financial Decisions. Empirical Analysis of Russian Companies (Corporate Financial Decisions in Emerging Capital Markets): A Monograph]*. Moscow, INFRA-M, 2020. ISBN 978-5-16-005068-3. (In Russ.)
5. Novak A. E., Silkina O. S., Khvostova I. E. Empiricheskiy analiz dividendnoy politiki gosudarstvennykh i chastnykh kompaniy v Rossii [Empirical Analysis of Dividend Policy of Public and Private Companies in Russia]. *Finansy: teoriya i praktika [Finance: Theory and Practice]*, 2018, vol. 22, no. 5, p. 90–104. DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-5-90-104. (In Russ.)
6. Pirogov N. K., Volkova N. N. Dividendnaya politika kompaniy na razvivayushchikhsya rynkakh [Dividend Policy: Evidence From Emerging Markets]. *Korporativnye finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2009, vol. 4, no. 12, pp. 57–78. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.3.4.2009.57-78. (In Russ.)
7. Fedorova E. A., Voronkevich A. B., Kameneva E. A. Vliyanie kontsentratsii sobstvennosti na dividendnuyu politiku rossiyskikh kompaniy [The Influence of Ownership Concentration on the Dividend Policy of Russian Companies]. *Finansy: teoriya i praktika [Finance: Theory and Practice]*, 2017, vol. 21, no. 2, pp. 23–29. DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-2-23-29. (In Russ.)
8. Atkeson A., Heathcote J., Perri F. Reconciling Macroeconomics and Finance for the U.S. Corporate Sector: 1929 to Present. *NBER Working Paper 33459*, 2025. DOI: 10.3386/w33459. <https://www.nber.org/papers/w33459>.
9. Atmaz A., Basak S. Stock Market and No-Dividend Stocks. *Journal of Finance*, 2022, vol. 77, is. 1, pp. 545–599. DOI: 10.1111/jofi.13098.
10. Attig N., El Ghouli S., Guedhami O., Zheng X. Dividends and Economic Policy Uncertainty: International Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 2021, vol. 66, article 101785. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101785.
11. Bernstein P. L. Dividends: The Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, vol. 9(1), pp. 16–22. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00097.x.
12. Black F. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 1976, vol. 2, no. 2, pp. 5–8. DOI: 10.3905/jpm.1976.408558.
13. Boubakri N., Cosset J. C. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence From Developing Countries. *Journal of Finance*, 1998, vol. 53(3), pp. 1081–1110.

14. Campbell J. Y., Shiller R. J. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update. *Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University*, Cowles Foundation Discussion Papers 1295, 2001.
15. D'Souza J., Megginson W. The Financial and Operating Performance of Privatized Firms During the 1990s. *Journal of Finance*, 1999, vol. 54(4), pp. 1397-1438.
16. Dean J. *Capital Budgeting*. New York, Columbia University Press, 1951. DOI: 10.7312/dean90552.
17. DeAngelo H., DeAngelo L. Payout Policy Irrelevance and the Dividend Puzzle. SSRN Working Paper 528704. Los Angeles, University of Southern California, 2004.
18. Fama E. F., French K. R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay. *Journal of Financial Economics*, 2001, vol. 60, no. 1, pp. 3-43.
19. Friedman M. A Friedman Doctrine - The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, 1970, September 13, p. 17. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.
20. Gordon M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 1959, vol. 41, no. 2, part 1, pp. 99-105. DOI: 10.2307/1927792.
21. Gordon M. The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 1962, vol. 44, no. 1, pp. 37-51. DOI: 10.2307/1926621.
22. Goyal A., Jategaonkar S. P., Muckley C. B. Why Do Privatized Firms Pay Higher Dividends? *Journal of Corporate Finance*, 2019, article 101493. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.101493.
23. Gugler K. Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking & Finance*, 2003, vol. 27(7), pp. 1297-1321.
24. Hartzmark S. M., Solomon D. H. The Dividend Disconnect. *The Journal of Finance*, 2019, vol. 74(5). DOI: 10.1111/jofi.12785C.
25. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
26. Lefkovitz D., Gattani S. Are Better Days Ahead for Dividend Investors? Current Challenges Facing Equity-Income Investors Are Not Insurmountable. *Morningstar*, 20 June 2024. <https://indexes.morningstar.com/insights/analysis/bltc6cade989e6a4c54/are-better-days-ahead-for-dividend-investors>.
27. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 1956, vol. 46, no. 2, pp. 97-113.
28. Megginson W. L., Nash R. C., Van Randenborgh M. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 1994, vol. 49(2), pp. 403-452.
29. Michaely R., Moin F. Disappearing and Reappearing Dividends. *Journal of Financial Economics*, 2022, vol. 143, is. 1, pp. 207-226. DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.06.029.
30. Michaely R., Rossi S., Weber M. Signaling Safety. *Journal of Financial Economics*, 2020. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.08.013.
31. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 1961, vol. 34, no. 4, pp. 411-433.
32. Miller M., Rock K. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 1985, vol. 40, no. 4, pp. 1031-1051.
33. Peris D. *The Ownership Dividend: The Coming Paradigm Shift in the U.S. Stock Market*. London, Routledge, 2024. DOI: 10.4324/9781003292272.
34. Shefrin H. M., Thaler R. H. The Behavioral Life-Cycle Hypothesis. *Economic Inquiry*, 1988, vol. 26, no. 4, pp. 609-643.
35. Von Eije H., Megginson W. L. Dividends and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89(2), pp. 347-374.