

Бородавко Любовь Сергеевна
кандидат экономических наук, доцент,
Иркутский государственный университет путей сообщения г. Иркутск,
г. Иркутск, Россия
borodavkols@mail.ru

Андреева Алина Николаевна
Студент, Иркутский государственный университет путей сообщения
Факультет «Экономики и Управления»
г. Иркутск, Россия
alinaalissennandreeva@mail.ru

СПРАВЕДЛИВАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИИ КАК РЕЗУЛЬТАТ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ КОРПОРАЦИИ

FAIR VALUE OF A SHARE AS A RESULT OF THE CORPORATION'S DIVI- DEND POLICY

Аннотация. В статье рассматривается справедливая стоимость акций, рассчитываемая на основании осуществляемой корпорацией дивидендной политики, а также ее влияние на инвестиционную привлекательность наиболее популярных отечественных корпораций. Проанализированы общие черты дивидендной политики отечественных корпораций. Выделены наиболее популярные среди отечественных частных инвесторов акции корпораций. Определен уровень инвестиционной привлекательности акций наиболее популярных отечественных корпораций в соответствии с их рассчитанной справедливой стоимостью. Представлены и проанализированы причины выбора частными инвесторами акций в инвестиционный портфель без учета проводимой корпорациями дивидендной политики.

Ключевые слова: дивидендная политика, дивидендная доходность, справедливая стоимость акции, инвестиционная привлекательность.

Abstract. The article considers the fair value of shares calculated on the basis of the dividend policy implemented by the corporation, as well as its impact on the investment attractiveness of the most popular domestic corporations. The general features of dividend policy of domestic corporations are analyzed. The most popular among domestic private investors shares of corporations are singled out. The level of investment attractiveness of shares of the most popular domestic corporations in accordance with their calculated fair value is determined. The reasons for private investors to choose shares in the investment portfolio without taking into account the dividend policy of corporations are presented and analyzed.

Key words: dividend policy, dividend yield, fair value of the share, investment attractiveness.

Введение

Частное инвестирование на фондовом рынке в последние десять лет приобрело огромное значение для отечественной экономики. Источником формирования финансовых ресурсов, направляемых на инвестиционные операции на фондовом рынке, является разница между совокупными доходами и совокупными расходами. Так, по итогам 2024

г. данный показатель составил 74,7 млрд руб. [9]. Направления использования данных ресурсов весьма разнообразны: накопления без использования каких-либо финансовых инструментов; банковские инструменты; инвестиции в ценные бумаги и другие инструменты. Благодаря популяризации частного инвестирования со стороны органов государственной власти частное инвестирование в России в последние годы стало обычным явлением. Число частных инвесторов на Московской бирже на начало года составляло более 35 млн. человек, тогда как еще пять лет назад в 2020 г. этот показатель составлял 8,8 млн. человек [6]. В настоящее время большая часть средств частных инвесторов вкладывается в приобретение облигаций, которые на фоне высокого уровня неопределенности фондового рынка являются более стабильным инструментом [11]. Но при этом рынок акций все также остается привлекательным направлением для частного инвестирования.

Целью данной работы является исследование влияния справедливой стоимости акции как результата осуществляемой дивидендной политики на инвестиционную привлекательность корпорации на отечественном фондовом рынке.

Материалы и методы

Процесс инвестирования в акции различных корпораций является довольно сложным, в рамках которого необходимо учесть множество факторов для достижения желаемого результата. И самый важный вопрос, который решает частный инвестор, заключается в выборе объекта для инвестирования. Если акции для формирования инвестиционного портфеля выбраны удачно, то инвестор останется доволен полученными результатами с учетом горизонта собственного планирования. В противном случае инвестор может лишиться вложенных средств в случае, если рыночная стоимость акций резко снизится. Исходя из этого инвестор вынужден крайне тщательно осуществлять подбор акций в собственный инвестиционный портфель.

Одним из критериев выбора является фактор дивидендной политики корпорации, чьи акции предполагается включить в инвестиционный портфель. Согласно общеизвестной гипотезе эффективного рынка [1,4 и др.] именно информация о деятельности корпорации влияет на рыночную стоимость акций. Как только корпорация объявляет решение общего собрания акционеров о выплачиваемых дивидендах или их отсутствии, котировка акций приходит в движение (это подтверждается множеством статистических наблюдений). Но существует еще один аспект дивидендной политики, который бы помог частным инвесторам осуществлять верный выбор в отношении отбора акций в инвестиционный портфель. Речь идет об определении справедливой стоимости акции корпорации, которую невозможно определить без информации о будущих дивидендных выплатах. И поскольку процесс частного инвестирования столь важен для развития отечественной экономики, исследования в области определения справедливой стоимости акций как фактора определения инвестиционной привлекательности корпорации всегда будут сохранять актуальность.

Справедливая стоимость акции как аналитический показатель может быть рассчитан множеством способов, однако использование для этих целей потенциальных дивидендов в будущем является одним из самых распространенных подходов. В рамках данной работы будет исследоваться только результаты дивидендной политики как основа определения справедливой стоимости акций корпораций. Сумма потенциальных дивидендов образуют справедливую стоимость акции корпорации. Сама концепция определения справедливой стоимости акции на основе показателей дивидендной политики строится на предположении, что корпорация разделяет полученный в ходе деятельности финансовый результат с акционерами. И именно будущий поток денежных средств в сторону акционеров формирует ценность для инвестора, конечно, с учетом дисконтирования будущих денежных потоков.

Работа выполнена с использованием таких методов научного познания как методы логического и сравнительного анализа. В основу исследования легли публикации различных авторов в изучаемой области, данные о функционировании отечественного фондового рынка, финансовая информация исследуемых корпораций, аналитические материалы.

Фондовый рынок РФ является привлекательным для множества инвесторов, поскольку многие отечественные корпорации стабильно платят дивиденды. В целом динамика совокупных дивидендных выплат за последние годы не демонстрирует устойчивой тенденции (рис. 1)

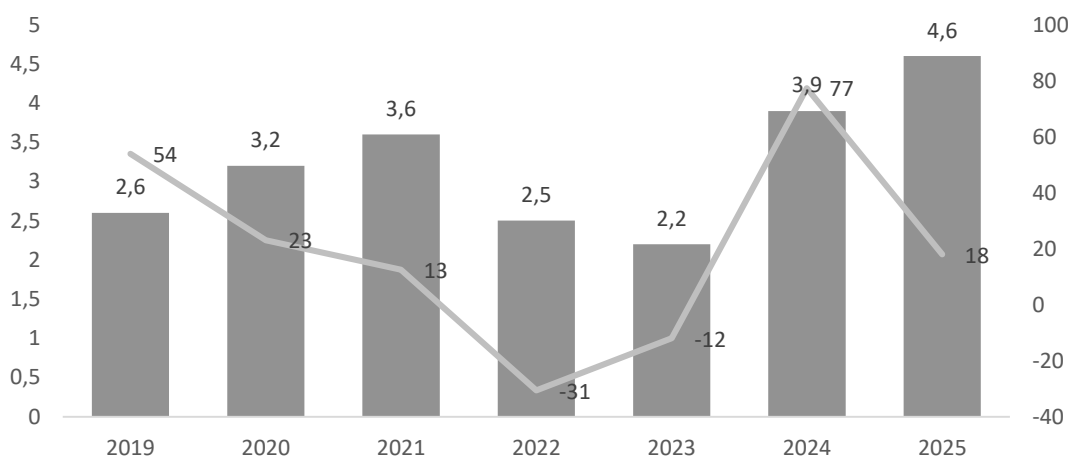


Рисунок 1 – Динамика совокупных дивидендных выплат отечественных корпораций за 2019-2025 гг. [5,6, 7]

Сумма совокупных дивидендов стабильно увеличивалась довольно длительный период, именно поэтому акции отечественных корпораций долгое время были привлекательны для иностранных инвесторов. Резкое снижение объема дивидендных выплат в 2022-2023 гг. было обусловлено как экономическими, так и политическими причинами. В 2021 г. многие компании старались справиться с последствиями влияния пандемии, что привело к снижению дивидендов в 2022 г. более чем на 30%. В 2022 г. международная обстановка весьма осложнилась, что привело к уходу иностранных нерезидентов с отечественного фондового рынка. По итогам финансового года многие отечественные корпорации отказались выплачивать дивиденды с целью сохранить собственную финансовую устойчивость. Такую позицию поддержало государство, которое является акционером множества крупных стратегических отечественных корпораций.

С 2024 г. наблюдается резкий рост объема совокупных дивидендных выплат. По итогам финансового 2023 г. корпорации увеличили дивидендные выплаты почти на 80%. В текущем году акционеры ожидают получить от отечественных корпораций на 18%, и это по одним из самых консервативных аналитических предположений. Некоторые эксперты предполагают выплату 4,9 трлн. руб. дивидендов.

Представленные данные подтверждают, что отечественный фондовый рынок является одним из самых доходных рынков в мире, опережая мировой средний уровень дивидендной доходности, некоторые эксперты прогнозируют дивидендную доходность в 2025 году на уровне 11% [7].

Индекс дивидендных акций отражает ожидания инвесторов от корпораций, выплачивающих дивиденды (рассчитывается Московской биржей по заказу управляющей компании «Доходь» [8]).



Рисунок 2 – Динамика индекса дивидендных акций РФ за 2021-2025 гг. [6]

Динамика индекса полностью отражает информацию о планируемых дивидендных выплатах. Когда отечественные корпорации раскрывают информацию о решениях в области дивидендной политики индекс реагирует мгновенно. Так, при снижении уровня дивидендных выплат в 2022-2023 гг., индекс снизился, а в 2024-2025 гг. индекс демонстрирует рост.

Согласно представленным данным, можно было бы сделать вывод, что наиболее привлекательными акциями для частных инвесторов на отечественном фондовом рынке должны являться акции тех корпораций, которые стабильно платят дивиденды. К таким корпорациям относятся ПАО «Лукойл», ПАО «Новатэк», ПАО «МТС» и подобные [10]. Однако, статистические наблюдения демонстрируют, что самыми популярными акциями у отечественных частных инвесторов являются акции корпораций, которые не всегда осуществляют выплату дивидендов. Московская биржа ежемесячно публикует аналитический показатель «Народный портфель», демонстрирующий самые популярные акции на фондовой бирже. На рис. 3 представлена структура «народного портфеля» по состоянию на март 2025 г.

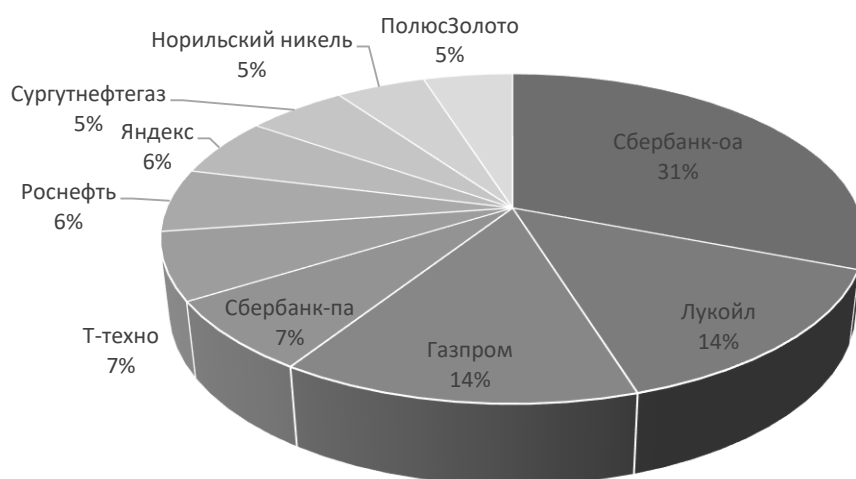


Рисунок 3 – Структура Народного портфеля на конец марта 2025 г. [6]

Наибольшая доля приходится на акции ПАО «Сбербанк», что говорит о том, что частные инвесторы предпочитают выбирать стабильно развивающиеся корпорации, даже если они не демонстрируют высокой дивидендной доходности (дивидендная доходность акций ПАО «Сбербанк» по состоянию на апрель 2025 г. чуть больше 11%).

Также частные инвесторы выбирают компании, осуществляющие деятельность в области добычи полезных ископаемых, поскольку эта сфера является важной отраслью отечественной экономики.

Из представленных корпораций в 2025 г. дивиденды выплачивают следующие корпорации: ПАО «Сбербанк», ПАО «Лукойл», АО «Роснефть», ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Полус». Рассчитаем справедливую стоимость их акций. Справедливая стоимость акции представляет из себя теоретическую цену акции, рассчитанную на основе данных о деятельности корпорации. Использование для этих целей показателей дивидендной политики весьма удобно, поскольку не требует сбора больших объемов данных и сложных расчетов.

Справедливая стоимость привилегированных акций рассчитывается путем деления размера установленного фиксированного дивиденда на ожидаемую норму доходности, которая определяется либо исходя из статистических наблюдений, либо экспертным путем. Справедливая стоимость обыкновенных акций рассчитывается при помощи модели Гордона. В любом из указанных подходов особое место занимает определение ставки доходности, которая необходима для дисконтирования будущих денежных потоков. На наш взгляд, в данном вопросе обосновано полагаться на мнения экспертов и аналитиков. Так, по мнению аналитиков БКС Мир инвестиций по итогам 2025 г. доходность индекса Московской биржи (основной индикатор развития отечественного фондового рынка) составит около 20% [рбк]. Поскольку этот прогноз был сделан в начале года, следует его несколько скорректировать в сторону уменьшения ожиданий, а также необходимо учитывать отрасли анализируемых нами корпораций. Финансовый сектор даже на фоне явных сложностей в других сегментах фондового рынка (нефтегазовый сектор, электроэнергетика и т.д.) демонстрировал рост, который может поддаться коррекции в ближайшее время. Поэтому для корпораций данного сектора снизим ожидаемую доходность до 12%. Для нефтегазового сектора, на наш взгляд, будет характерна доходность на уровне 14%, поскольку возможна стабилизация мирового рынка в результате успешного разрешения международных противоречий, отражающихся на деятельности всех экономических субъектов. Для корпораций, имеющих отношение к золотодобыче, установим потенциальную доходность на уровне 13%, поскольку при стабилизации экономической обстановки золото, как правило, перестает восприниматься инвесторами как единственный стабильный актив.

Результаты исследований

Представим расчет справедливой стоимости указанных выше акций (с учетом предстоящих дивидендных выплат) и сравним ее с рыночной стоимостью.

Таблица 1 – Сравнение справедливой и рыночной стоимости акций анализируемых корпораций [составлено автором на основании 6,8]

Корпорация	Справедливая стоимость, руб.	Рыночная стоимость, руб.	Оценка акции фондовым рынком
ПАО «Сургутнефтегаз», акция прив.	60,81	52,56	Недооценена
ПАО «Лукойл», акция об.	942,34	6508	Переоценена
ПАО «Сбербанк», акция об.	466,43	297,62	Недооценена
ПАО «Сбербанк», акция прив.	290,33	299,1	Недооценена
ПАО «Роснефть», акция об.	58,49	450,9	Переоценена
ПАО «Полус», акция об.	140,4	1899,6	Переоценена

Представленные данные позволяют сделать вывод, что существенная недооценка акции фондовым рынком наблюдается лишь в отношении обыкновенных акций ПАО «Сбербанк». В других случаях недооценки акций фондовым рынком может быть связана с допущениями, принятыми нами при определении ставки ожидаемой доходности, что позволяет допустить более или менее справедливое ценообразование.

Акции ПАО «Лукойл», ПАО «Роснефть» и ПАО «Полюс» явно являются переоцененными, поскольку объемы выплачиваемых ими дивидендов несопоставимы малы с реальными рыночными котировками.

Представим сравнение оценок инвестиционной привлекательности анализируемых корпораций согласно рассчитанной справедливой стоимости и реального отношения к данным активам со стороны частных инвесторов.

Таблица 2 – Сравнение справедливой и рыночной стоимости акций анализируемых корпораций [составлено автором]

Корпорация	Оценка акции фондовым рынком	Инвестиционная привлекательность на основании расчета справедливой стоимости	Инвестиционная привлекательность на основании спроса со стороны частных инвесторов
ПАО «Сургутнефтегаз», акция прив.	Недооценена	Высокая	Высокая
ПАО «Лукойл», акция об.	Переоценена	Низкая	Высокая
ПАО «Сбербанк», акция об.	Недооценена	Высокая	Высокая
ПАО «Сбербанк», акция прив.	Недооценена	Высокая	Высокая
ПАО «Роснефть», акция об.	Переоценена	Низкая	Высокая
ПАО «Полюс», акция об.	Переоценена	Низкая	Высокая

Полученные результаты свидетельствуют о том, что отечественные частные инвесторы не ориентируются на справедливую стоимость акций, рассчитанную на основе показателей дивидендной политики корпораций, выбираемых для формирования инвестиционного портфеля.

Обсуждение результатов

На наш взгляд, отсутствие ориентации на показатели дивидендной политики эмитента, чьи акции чаще всего включаются в инвестиционные портфели частных инвесторов, можно объяснить следующими причинами. Во-первых, частные инвесторы зачастую копируют наиболее распространенные инвестиционные стратегии, которые чаще всего ориентированы на капитальный рост активов. Капитальная доходность заключается в приросте инвестированного капитала за счет увеличения котировки стоимости актива. Увеличение объема капитала, без сомнения, является великолепным результатом, но при этом для получения реальной выгоды требуется фиксация результата, то есть продажи актива, находящегося в портфеле. В результате этого частный инвестор сталкивается

с изменением существенных характеристик инвестиционного портфеля, а также с необходимостью нести дополнительные расходы в виде комиссионных вознаграждений финансовым посредникам.

Во-вторых, выбор частных инвесторов может быть обусловлен высоким уровнем ликвидности наиболее популярных акций. В этом случае у инвестора не возникает сложностей с реализацией активов в ситуациях, когда того требуют обстоятельства. Но при этом стоит учитывать, что многие инвесторы стараются избавиться от активов в кризисные периоды, при которых фондовый рынок существенно проседает. А в такие периоды инвесторы могут зафиксировать отрицательный финансовый результат от инвестиционных операций.

В-третьих, частных инвесторов может впечатлять масштаб и стабильность положения наиболее популярных эмитентов акций в структуре отечественной экономики. При этом стоит учитывать, что данные характеристики как раз могут помешать крупным корпорациям быстро реагировать на рыночные изменения, что приведет к снижению рыночных показателей их акций.

В-четвертых, довольно часто частные участники рынка ориентируются на факт того, что наиболее популярные отечественные корпорации в сложные периоды могут рассчитывать на государственную поддержку, которая не обязательно может выражаться в прямом финансировании. Очень часто регуляторные меры позволяют таким корпорациям успешно справляться со сложными условиями деятельности, что позволяет им оставаться экономически эффективными.

Это далеко не все возможные причины выбора проанализированных в работе акций корпораций, но, на наш взгляд, они являются самыми значимыми. Вместе с тем, при грамотно выстроенной инвестиционной стратегии можно достичь более высокого уровня эффективности. Так, за счет выбора корпораций, которые стабильно осуществляют дивидендные выплаты, можно обеспечить прирост инвестированного капитала не только за счет роста рыночных котировок акций, но и за счет реинвестирования полученного текущего дохода в эти же или другие объекты фондового рынка. Также акции корпораций со стабильной выплатой дивидендов могут обеспечить нивелирование отрицательного влияния кризисных явлений на существенные характеристики инвестиционного портфеля. Наряду со всем этим выбор акций на основании справедливой стоимости, которая рассчитана с учетом будущих дивидендных выплат, дают инвестору шанс сформировать инвестиционный портфель из активов, которые пока недооценены рынком, а это означает возможность получения дополнительной выгоды.

На основании представленного и проанализированного материала можно сделать следующие выводы:

1. Выбор акций в инвестиционный портфель крайне важный момент в процессе осуществления инвестирования. Чем тщательнее отобраны акции, тем больше шансов у частного инвестора достичь желаемых результатов по уровню доходности и риска как основных ориентиров для сбалансированного инвестиционного портфеля.

2. Справедливая стоимость акции, без сомнения, является одним из самых полезных инструментов для выбора акций, особенно на длительный срок инвестирования. При краткосрочных сроках планирования операций на фондовом рынке справедливая стоимость не имеет роли, поскольку в этом случае операции осуществляются с привлечением инструментов технического анализа.

3. Учет дивидендной политики эмитента, чьи акции выбираются для инвестирования, позволяет достигать долгосрочных целей, а значит обеспечивает более качественное развитие отечественного фондового рынка. Но при этом безусловно необходимо учитывать реалии, тенденции и перспективы развития отечественной экономики, выражающейся в социально-экономической динамике [2,3].

Библиографический список

1. Данильченко А.А. Гипотеза эффективного рынка и ее теоретические аспекты / А.А. Данильченко // Трибуна ученого. – 2020. – №11. – С. 523-528.
2. Инфраструктурные аспекты управления социально-экономическими системами / И. Ю. Сольская, О. И. Русакова, А. С. Меркулов [и др.]. – Иркутск : Иркутский государственный университет путей сообщения, 2022. – 310 с.
3. Инфраструктурные аспекты социально-экономической динамики / И.Ю. Сольская, А.В. Басова, Н.В. Яковлева [и др.] . – Иркутск : Иркутский государственный университет путей сообщения, 2020. – 293 с.
4. Омран Ш. Анализ эффективности российского фондового рынка // Ш. Омран // Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова. – 2017. – №6. – С. 90-95.
5. Официальный сайт БКС Экспресс [Электронный ресурс] – URL: <https://bcs-express.ru/> (дата обращения – 12.04.2025 г.)
6. Официальный сайт Московской биржи // [Электронный ресурс] – URL: www.moex.ru (дата обращения – 12.04.2025 г.)
7. Официальный сайт РБК// [Электронный ресурс] – URL: www.rbk.ru (дата обращения – 12.04.2025 г.)
8. Официальный сайт Управляющей компании «ДОХОДЪ». [Электронный ресурс] – URL: <https://www.dohod.ru> (дата обращения – 12.04.2025 г.)
9. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики // [Электронный ресурс] – URL: www.gks.ru (дата обращения – 12.04.2025 г.)
10. 10 российских компаний, которые регулярно платят дивиденды больше 10 лет. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.tbank.ru/invest/social/profile/dividends.yeah/9b29443d-0d62-49f8-91d1-65c49ef36a89/?author=profile> (дата обращения: 12.04.2025).
11. Куда текут деньги частных инвесторов. [Электронный ресурс]. URL: <https://alfabank.ru/alfa-investor/t/kuda-tekut-dengi-chastnyh-investorov>. (дата обращения: 12.04.2025).