

© 2024

УДК: 336.7

Александр Сухарев

доктор экономических наук, профессор кафедры конституционного, административного и таможенного права ФГБОУ ВО «Тверского государственного университета» (г.Тверь, Российская Федерация)
(e-mail: su500005@yandex.ru)

Ольга Смирнова

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории ФГБОУ ВО «Тверского государственного университета» (г.Тверь, Российская Федерация)
(e-mail: smirnova-tgu@yandex.ru)

ДИЛЕММА СТРАТЕГИИ ТРЕЙДЕРОВ: ДИВИДЕНДНЫЕ ОТСЕЧКИ (РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ)

В статье рассмотрены результаты статистического анализа изменения цен на акции 10 крупнейших российских компаний разных отраслей за 12 лет в связи с дивидендными выплатами. Выявлены статистические закономерности поведения цен до и после дивидендных отсечек, что позволяет инвесторам строить свои дивидендные стратегии и ответить на «вечный» вопрос о том, следует ли перед дивидендной отсечкой продавать акции или лучше их, наоборот, покупать. Ретроспективный статистический анализ проведен по 120 дивидендным выплатам.

Ключевые слова: дивиденды, дивидендный выход, дивидендная доходность, дивидендные отсечки, дивидендные гэпы.

DOI: 10.31857/S0207367624020077

Перед трейдерами фондового рынка часто стоит дилемма, следует ли покупать акции, когда компания объявляет дивиденды, или лучше продать их сразу перед дивидендной отсечкой [1–4]. Под дивидендной отсечкой понимается конец того торгового дня, на момент которого происходит закрытие реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов. После этого цена акций должна падать на величину дивиденда, а точнее – на его величину за вычетом налога на доходы физических лиц или налога на прибыль, который уплачивают организации. Такое падение цены принято называть дивидендным гэпом.

Учитывая, что акциями могут владеть как физические лица, так и организации, величина падения курса акции должна быть равна дивиденду, уменьшенному на некую усредненную сумму налога (в интервале от 13 до 20%, так как ставка НДФЛ составляет 13%, а ставка налога на прибыль – 20%). В этом случае для трейдера должно быть безразлично, покупать акции перед дивидендной отсечкой и потом их продать после получения дивиденда или продавать перед такой отсечкой и покупать после нее по более низкой цене. В том или в другом случае результат должен быть одним и тем же, иначе на рынке существовал бы систематический источник получения дополнительной прибыли, увеличивающий общую рыночную доходность портфеля без увеличения риска.

На практике можно наблюдать, что после дивидендной отсечки акция падает в цене незначительно, а затем вырастает еще больше или падает на бóльшую величину, чем дивиденд за вычетом налога. Для акций, имеющих небольшой дивидендный выход (например, менее 1% от рыночной стоимости акции) дивидендные гэпы могут «раствориться» в общем рыночном колебании цен акций и не иметь четкого рисунка на графике. Действительно, внутрисдневные колебания цен на акции обычно могут составлять несколько процентов.

Брокеры могут запрещать короткие продажи акций перед дивидендными отсечками или принудительно их закрывать из-за существования математического ожидания получения убытка трейдерами. Короткие продажи – это заем акций у брокера и их продажа. Почему короткие продажи порождают для трейдера убыток?

На предоставленные в заем акции заемщик должен выплатить дивиденды займодавцу. Заемщик может использовать такую стратегию: продает полученные акции до дивидендной отсечки по более высокой цене, а покупает их после отсечки уже по более низкой цене. Это должно обеспечить ему получение прибыли. Однако надо учитывать, что при продаже заемных акций уже новый их собственник получит дивиденды, займодавец должен получить свою компенсацию дивидендов у заемщика, а брокер должен удержать у него НДФЛ, если это физическое лицо. Заемщик акций тем самым компенсирует займодавцу брутто-дивиденд (до удержания НДФЛ), а акция падает на величину нетто-дивиденда (за вычетом НДФЛ).

Рассмотрим это на следующем примере.

Пусть трейдер одолжит акцию с рыночной стоимостью до дивидендной отсечки 1000 руб. Дивиденд на акцию составит 200 руб. Ставка НДФЛ – 13%. Сумма НДФЛ составит 26 руб., а нетто-дивиденд – 174 руб. (200 руб. – 26 руб.).

После дивидендной отсечки цена акции падает на 174 руб. до 826 руб., по этой цене трейдер купит акцию и отдаст ее займодавцу. До дивидендной отсечки акция была продана за 1000 руб. Предполагается, что трейдер получил прибыль 174 руб. Однако брокер удержит с трейдера дополнительную сумму, равную величине дивиденда (200 руб.) для выплаты дивиденда займодавцу и с этой суммы как налоговый агент удержит в бюджет 26 руб.

В итоге убыток трейдера составит 26 руб., который равен сумме НДФЛ. Он обусловлен тем, что при шортировании¹ дивидендных отсечек увеличивается налогооблагаемая база по НДФЛ (табл. 1).

Теперь проведем ретроспективный статистический анализ дивидендных отсечек по акциям крупнейших российских компаний разных отраслей.

В табл. 2 представлены результаты обобщения статистических данных по дивидендам 10 крупнейших российских компаний разных отраслей, а также по изменениям цен на акции этих компаний до и после дивидендных отсечек. Данные охватывают период с 2012 по 2023 г. и включают 120 случаев выплаты дивидендов. В качестве центральной точки для анализа взят день закрытия реестра акционеров, которые получают право на выплату дивидендов, а также цены акций за 1, 2, 7 и 30 дней до даты закрытия и цены акций на следующий день,

¹ Шортирование – продажа активов (ценных бумаг), которые инвестор берет в долг у другого лица (обычно у брокера).

Таблица 1

Финансовые результаты инвестора, шортирующего дивидендные отсечки

Доходы		Расходы	
Сумма, руб.	Пояснение	Сумма, руб.	Пояснение
1000	Доход от продажи акции до дивидендной отсечки	826	Расходы на покупку акции после дивидендной отсечки (снижение на величину нетто-дивиденда)
		200	Компенсация займодавцу дивиденда
Всего: 1000		Всего: 1026	
Итого: убыток 26 руб.			

Источник: составлено авторами.

через 2, 7 и 30 дней после закрытия реестра. С учетом того, что расчеты на бирже проводятся в режиме T+2, т.е. необходимости биржи в течение двух рабочих дней завершить расчеты, то дивидендная отсечка смещается для биржи на два рабочих дня ранее дня закрытия реестра. Поэтому в табл. 2 отражены дни до и после от дня не закрытия реестра, а дня дивидендной отсечки, что привело к смещению соответствующих сроков (цен до и после получения прав на дивиденды).

За рассматриваемый период с 2012 по 2023 г. средняя дивидендная доходность единичных выплат составила 4,3% за вычетом НДФЛ². Наибольшую единичную доходность обеспечивали акции ПАО «Газпром», которая составила 7,4%. Вместе с тем обратим внимание на то, что хотя у ПАО «Лукойл» такая доходность составляла 3,1%, надо учитывать то, что ПАО «Лукойл» чаще выплачивала дивиденды (два раза в год), чем ПАО «Газпром» (один раз в год). С учетом этого у ПАО «Лукойл» годовая дивидендная доходность должна составить не 3,1, а 6,2%. В целях анализа мы рассматриваем не годовую, а единичную доходность акций, которая рассчитывается как отношение дивиденда за вычетом НДФЛ к цене закрытия торгов, когда акционеры получают право получения дивиденда (последней цене перед дивидендной отсечкой).

За период 28 дней до дивидендной отсечки цена акций в среднем снижалась на 3,5% (изменение –3,5%), а за 5 дней – увеличивалась на 0,5%. Это означает, что для инвесторов было бы выгодно продавать акции за 28 дней до дивидендной отсечки, а покупать за 5 дней до нее. В этом случае они получили бы прибыль до вычета НДФЛ в первом случае в размере 3,5%, а во втором – 0,5% (при продаже в день дивидендной отсечки).

На следующий день после дивидендной отсечки акции падали на величину, которая была на 0,6% меньше, чем нетто-дивиденд (финансовый результат на следующий день после дивидендной отсечки).

² Здесь мы рассматриваем случаи владения акциями физических лиц и ставку налога на доходы физических лиц в размере 13%.

Изменения цен акций до и после дивидендных отсечек и размер дивидендов: в разрезе по компаниям (2012–2023 гг.)³
(% от цены перед дивидендной отсечкой)

Акции компании	Количество дивидендных отсечек	Изменение цены за 28 дней до дивидендной отсечки	Изменение цены за 5 дней до дивидендной отсечки	Величина дивиденда за вычетом НДФЛ	Финансовый результат на следующий день после дивидендной отсечки	Финансовый результат через 3 дня после дивидендной отсечки	Финансовый результат через 9 дней после дивидендной отсечки	Финансовый результат через 32 дня после дивидендной отсечки
1. ПАО «Газпром»	10	−0,9	−0,5	7,4	1,3	0,9	0,9	4,0
2. ПАО «Сбербанк России»	9	−3,0	1,4	4,7	0,4	−0,2	1,3	4,2
3. ПАО «Лукойл»	20	−2,9	0,2	3,1	0,3	0,4	0,3	3,8
4. ПАО «Норникель»	15	−5,3	0,2	4,1	0,5	−0,1	−0,2	2,6
5. ПАО «МТС»	14	0,9	0,5	5,3	0,7	−0,4	0,0	0,7
6. ПАО «Юнипро»	12	−1,1	0,6	3,5	0,5	0,2	0,2	2,5
7. ПАО «Мосбиржа»	11	−8,3	0,5	4,5	0,6	0,0	−0,6	0,4
8. ПАО «Роснефть»	14	−5,9	0,9	2,8	0,2	0,2	0,5	1,8
9. ПАО «Алроса»	11	−5,1	0,8	4,6	0,3	−0,2	0,2	1,5
10. ПАО «Аэрофлот»	4	−5,5	1,8	5,4	3,1	4,2	3,3	−6,2
ИТОГО	120	−3,5	0,5	4,3	0,6	0,2	0,4	2,1

Источник: составлено авторами.

Именно столько составляет разница между ценой закрытия торгов в день отсечки и в день закрытия торгов следующего торгового дня. Это означает, что статистические данные по рассмотренным случаям выплат дивидендов свидетельствуют о выгодности стратегии приобретения акций в день дивидендной отсечки и их продажи на следующий торговый день. В этом случае инвестор на следующий торговый день продаст акции дешевле, но полученный ими нетто-дивиденд превысит в среднем на 0,6% убыток от продажи акций.

³ Рассчитано авторами по данным ПАО «Мосбиржа». URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/#/mode=groups&group=4&collection=3&boardgroup=57&data_type=current&category=main (дата обращения: 21.11.2023).

При такой стратегии длительность инвестирования средств составит обычно от 1 до 3 дней (в зависимости от выпадения следующего дня на субботу или воскресенье), а в среднем — 1,4 дня. За 1,4 дня инвестор в среднем будет получать 95% от вложенных средств, а остальные 5% с чистой прибылью в 0,6% через 1–3 недели (срок выплаты дивидендов).

В последующие дни финансовый результат от такого приобретения акций перед дивидендной отсечкой будет сокращаться. Так, через 3 дня после отсечки он составит только 0,2%, а через 9 дней — 0,4%. А вот уже через 32 дня он увеличится на 1,5 до 2,1%. Отмеченная статистическая закономерность позволяла бы инвесторам приобретать акции примерно на третий день после дивидендной отсечки и продавать их примерно через месяц, что обеспечило бы им прибыль до вычета НДФЛ в размере 1,9%, а чистую прибыль — 1,6%.

Обобщенные результаты возможных стратегий инвестирования средств, исходя из ретроспективных статистических закономерностей, представлены в табл. 3.

Из табл. 3 видим, что наиболее выгодной являлась бы стратегия продажи акций за 28 дней до дивидендной отсечки, а при отсутствии у инвестора в собственности акций — использование заимствования акций у брокера под процент. Такая стратегия принесла бы 220% годовых без учета внутригодовой капитализации. Однако с учетом платы за заимствование доходность составила бы в районе 200% годовых. Данная стратегия ограничивается доступностью для инвесторов открытия коротких позиций.

Стратегия приобретения акций в последний день перед дивидендной отсечкой и их продажа на следующий торговый день принесла бы 120% годовых. Стратегия приобретения акций на третий день после дивидендной отсечки и их продажи через месяц обеспечила бы прибыль в размере 17% годовых, что практически сопоставимо с брутто-доходностью российского фондового рынка. Использование стратегии приобретения акций за пять дней и продажи их на следующий день после дивидендной отсечки обеспечило бы доходность 38% годовых.

При использовании всех выше приведенных стратегий необходимо учитывать, что на рынке может не оказаться необходимого количества дивидендных выплат на постоянной основе с соответствующей средней дивидендной доходностью. В отношении акций, имеющих меньшую дивидендную доходность, надо иметь в виду, что в разных стратегиях доходность может быть значительно меньше или вовсе отсутствовать. Так, при дивидендной доходности до 1% годовых дивидендные гэпы скорее всего будут смазаны и нивелированы текущими колебаниями цен на акции компании.

Рассмотрим теперь, насколько устойчивы выявленные выше статистические закономерности в разрезе акций десяти представленных российских компаний.

Статистическая закономерность 1

За 28 дней до дивидендной отсечки по 9 компаниям из 10 происходило падение цен на акции (кроме акций ПАО «МТС»). Из 120 дивидендных выплат такая ситуация была характерна в 71% случаев (85 случаев).

Статистическая закономерность 2

За пять дней до дивидендной отсечки по 9 компаниям из 10 происходил рост цен акций (кроме акций ПАО «Газпром»). Такое происходило в 80 случаях из 120, т.е. 2/3 всех случаев.

Инвестиционные стратегии при дивидендных отсечках

Инвестиционные стратегии	Количество календарных дней размещения средств	Средняя математически ожидаемая ретроспективная чистая доходность от операции (за вычетом НДФЛ), %	Средняя математически ожидаемая ретроспективная чистая годовая доходность (за вычетом НДФЛ), %*
<i>Стратегия 1.</i> Продажа акций за 28 дней до дивидендной отсечки (доходность 3,5% до вычета НДФЛ и без учета платы за заимствование ценных бумаг у брокера при использовании шорта)	5	3,0	220
<i>Стратегия 2.</i> Приобретение акций за пять торговых дней до дивидендной отсечки (прибыль 0,5% до вычета НДФЛ)	7	0,4	26
<i>Стратегия 3.</i> Приобретение акций в последний день до дивидендной отсечки и продажа их на следующий торговый день (прибыль 0,6% до вычета НДФЛ)	1,5	0,5	120
<i>Стратегия 4.</i> Приобретение акций на третий день после дивидендной отсечки и продажа их через месяц	30	1,6	17
<i>Стратегия 5.</i> Приобретение акций за пять дней до дивидендной отсечки и продажа их на следующий день после дивидендной отсечки (сложение стратегий 2 и 3)	8,5	0,9	38

Примечание. * – без учета внутригодовой капитализации.

Источник: рассчитано авторами.

Статистическая закономерность 3

По всем десяти компаниям падение цены акций на следующий день после дивидендной отсечки было меньше величины нетто-дивиденда (в 85 случаях из

120, или 71%). Величина этого положительного дивиденда имеет четко выраженную положительную корреляцию: чем больше величина дивидендного выхода, тем больше и величина положительного финансового результата. Опять же в силу данной корреляции выбивается ПАО «Аэрофлот» из-за доступности получения за рассматриваемый период небольшой статистической выборки.

Данный статистический эффект можно объяснить существованием когнитивных искажений. Из-за осуществления расчетов на бирже в режиме T+2 для трейдеров, чтобы попасть в реестр акционеров, необходимо купить акции не позднее чем за два торговых дня до закрытия такого реестра. Поэтому уже за один торговый день до закрытия реестра акционеров происходит дивидендный гэп. Это оказывает на рынок психологическое воздействие, приводя к локальной неэффективности⁴.

Статистическая закономерность 4

На третий день после дивидендной отсечки величина положительного финансового результата снижалась у 8 из 10 компаний, а у ПАО «Роснефть» оставалась на том же уровне. Только у ПАО «Аэрофлот» она увеличилась.

Статистическая закономерность 5

Через месяц после дивидендной отсечки у 8 из 10 компаний величина положительного финансового результата увеличивалась. Исключение составило у ПАО «Мосбиржа», у которой положительный финансовый результат сократился с 0,6 до 0,4% и ПАО «Аэрофлот», у которого через месяц финансовый результат стал отрицательным.

Проведем теперь анализ тех же показателей в разрезе не отдельных компаний, а по годам (табл. 4).

По всем годам, по которым распределены анализируемые дивидендные выплаты, на следующий день после дивидендной отсечки инвестор мог бы получить положительный финансовый результат. Это свидетельствует о некоторой устойчивой ретроспективной статистической закономерности. Несмотря на то, что в 2019 г. такая доходность составляла всего 0,1% и соответствовала уровню покрытия комиссии за совершение сделок по покупке и продаже акций, инвестор мог бы в течение торгового дня продать акции по несколько более высокой цене в рамках общего колебания цен на акции.

Также в разрезе по годам сохраняется в целом закономерность того, что акции, купленные за 28 дней до дивидендной отсечки, к моменту такой отсечки падают в цене (10 лет из 12 лет). Закономерность повышения цены акций через месяц после дивидендной отсечки не выполняется в рамках отдельных лет, однако в большей степени превалирует над обратной ситуацией – падением цен на акции.

Таким образом, статистический анализ показывает наличие возможности для инвесторов получения прибыли при продаже акций за месяц до дивидендной отсечки и их приобретения за 5 дней до нее и последующей продажи

⁴ См., например: Демиденко Т.И. Поведенческое направление финансовой науки: обзор поведенческих факторов, влияющих на рыночную капитализацию российских компаний // Журнал экономической теории. 2010. № 2. С. 284–289; Ким Н.В., Балышева Н.А. Поведенческие финансы: практика реализации в современных условиях // Вестник Челябинского государственного университета. 2021. № 3 (449). С. 248–252 и др.

Изменения цен акций до и после дивидендных отсечек и размер дивидендов: в разрезе по годам (2012–2023 гг.)
(% от цены перед дивидендной отсечкой)

Годы	Количество дивидендных отсечек	Изменение цены за 28 дней до дивидендной отсечки	Изменение цены за 5 дней до дивидендной отсечки	Величина дивиденда за вычетом НДФЛ	Финансовый результат на следующий день после дивидендной отсечки	Финансовый результат через 3 дня после дивидендной отсечки	Финансовый результат через 9 дней после дивидендной отсечки	Финансовый результат через 32 дня после дивидендной отсечки
2012	3	−7,5	1,7	2,8	1,7	1,7	3,7	−4,5
2013	9	1,6	−6,2	4,1	3,6	0,5	0,2	−1,1
2014	10	0,5	−0,8	3,8	0,4	0,5	0,2	6,7
2015	11	−0,1	0,0	3,3	0,7	0,5	1,0	3,4
2016	12	−4,7	1,2	4,5	0,6	−0,5	−0,6	−0,2
2017	17	−3,6	1,0	3,6	0,6	0,4	0,8	1,9
2018	15	−4,1	−0,4	4,0	0,7	0,7	0,9	1,7
2019	15	−4,9	0,9	4,4	0,1	−0,1	0,5	5,6
2020	11	−5,0	0,6	3,9	0,5	−0,4	−0,3	3,5
2021	9	−2,4	0,4	5,4	0,9	0,2	−0,1	−2,7
2022	7	−5,3	0,0	9,7	0,5	−0,2	−0,1	6,7
2023	1	−3,9	1,0	3,3	2,3	4,2	5,6	16,0
ИТОГО	120	−3,5	0,5	4,3	0,6	0,2	0,4	2,1

Источник: рассчитано авторами.

в первый день после такой отсечки. Важно отметить, что статистические закономерности, действовавшие в прошлом, не обязательно будут иметь место в будущем, что также необходимо учитывать. Выявленная статистическая закономерность, можно полагать, основана на психологии инвесторов, для которых повышается интерес акций, сулящих дивиденды, что подогревает спрос на такие акции.

Подытоживая вышеизложенное, можно сделать следующие основные выводы.

Во-первых, теоретические представления о дивидендных отсечках исходят из того, что не существует возможности получения систематической прибыли, используя какую-либо стратегию: продажи акций перед дивидендными отсечками по более высокой цене и их приобретения затем по более низкой цене или

покупку акций с целью получения дивиденда с их последующей продажей. При этом шортирование дивидендных отсечек обеспечит трейдеру математически ожидаемый убыток, что приводит, как правило, к запрету брокерами коротких продаж перед дивидендными отсечками.

Во-вторых, проведенный ретроспективный анализ по 120 дивидендным выплатам крупнейших российских компаний за разные годы показал существование локальной неэффективности рынка, которая может быть использована для получения дополнительной прибыли. В частности, продажа акций на следующий день после дивидендной отсечки обеспечивала бы инвестору получение дополнительной прибыли. Цена акций в среднем снижалась на несколько меньшую величину, чем нетто-дивиденд. Существуют и иные локальные неэффективности рынка вблизи точки дивидендной отсечки. Выявленные закономерности носят ретроспективный характер и в будущем могут не иметь места.

Литература

1. *Воронина Е.М., Дикарева И.А.* Анализ стратегии торговли акциями российских компаний с применением дивидендного гэпа // *Modern Science*. 2021. № 4–1. С. 91–94.
2. *Ишханян М.В., Кокорев А.О.* Анализ стратегии торговли акциями компании ПАО «Аэрофлот» с опорой на дивидендные гэпы / В сборнике: Вклад транспорта в национальную экономическую безопасность. Труды III Международной научно-практической конференции / Под ред. Р.А. Кожевникова, Ю.И. Соколова, З.П. Межох. 2018. С. 161–162.
3. *Рубцов Б.Б., Арронет П.В.* Краткосрочная торговля акциями российских компаний с государственным участием: влияние изменений в дивидендной политике // *Банковские услуги*. 2022. № 12. С. 17–23.
4. *Седов Я.О.* Дивидендная стратегия, эффективность и ограничения // *Modern Economy Success*. 2021. № 5. С. 63–68.

Alexander Sukharev (e-mail: su500005@yandex.ru)

Grand Ph.D. in Economics, Professor,

Department of Constitutional, Administrative and Customs Law

Tver State University (Tver, Russian Federation)

Olga Smirnova (e-mail: smirnova-tgu@yandex.ru)

Ph.D. in Economics, Associate Professor,

Department of Economic Theory,

Tver State University (Tver, Russian Federation)

DILEMMA OF THE INVESTMENT STRATEGY: DIVIDEND CUT-OFFS (RETROSPECTIVE ANALYSIS)

The author considers the results of a statistical analysis of changes in stock prices for 10 largest Russian companies in various industries over 12 years in connection with dividend payments. Statistical patterns of stock price behavior before and after the dividend cut-offs are revealed, which allows investors to build their dividend strategies and answer the “eternal” question of whether to sell or to buy shares before the dividend cut-off. A retrospective statistical analysis is carried out on 120 dividend payments.

Keywords: dividends, dividend yield, dividend yield, dividend cut-offs, dividend gaps.

DOI: 10.31857/S0207367624020077