

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

И. В. Березинец, Л. А. Булатова, Ю. Б. Ильина

ВЛИЯНИЕ ОБЪЯВЛЕНИЙ О ВЫПЛАТЕ ДИВИДЕНДОВ НА ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ: ИССЛЕДОВАНИЕ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ РАЗВИВАЮЩЕГОСЯ РЫНКА ИНДИИ

ВВЕДЕНИЕ

Основной целью финансового менеджмента компании является максимизация ее капитализации и богатства акционеров. Одним из самых сложных решений в области финансовой политики является решение по распределению свободного денежного потока. При принятии решений по соотношению долей свободного денежного потока, направляемых на вложения в инвестиционные проекты, на выплату доходов и основной части долга кредиторам, на выплату дивидендов, компании необходимо учитывать целый ряд внешних и внутренних факторов. Поскольку решения в области дивидендной политики актуальны для публичных компаний, торгуемых на фондовом рынке, то для компаний важно выявление реакции инвесторов на объявления о выплате дивидендов. В данной статье представлены первые результаты исследований в данной области, проводимых нами для развивающихся рынков, полученные для индийского рынка капиталов. Результаты данного исследования могут быть использованы менеджментом компаний при разработке и совершенствовании дивидендной политики, выработке критериев распределения прибыли и денежных потоков.

Исследование компаний и рынков из развивающихся стран является актуальным, поскольку данные страны демонстрируют быстрый рост во

Березинец Ирина Владимировна — канд. физ.-мат. наук, доцент, Санкт-Петербургский государственный университет; e-mail: berezinets@gsom.pu.ru

Булатова Лилия Александровна — студентка программы магистратуры «Корпоративные финансы», Санкт-Петербургский государственный университет; e-mail: bulatova.bm2013@ledu.gsom.pu.ru

Ильина Юлия Борисовна — канд. экон. наук, доцент, Санкт-Петербургский государственный университет; e-mail: jilina@gsom.pu.ru

© И. В. Березинец, Л. А. Булатова, Ю. Б. Ильина, 2013

многих областях, включая развитие финансовых рынков, и очень важным является выявление драйверов роста. В нашем исследовании акцент сделан на рынке акций и реакции инвесторов на дивидендные выплаты компаний. Предполагая дальнейшее изучение дивидендной политики и поведения рынка акций целого ряда развивающихся рынков и проведение последующего сравнения результатов с данными российского рынка, мы начали с рынка Индии. Фондовый рынок Индии является одним из наиболее динамично развивающихся рынков среди стран с развивающимися экономиками. В среднем оборот торгов на индийских фондовых биржах с 2003 по 2012 г. рос на 15% в год, несмотря на некоторый спад, наблюдавшийся в период глобального финансового кризиса. В 2011 г. Индия занимала 11-е место в мире по объему рыночной капитализации. Среди развивающихся рынков по данному показателю Индию опережали только Китай, Гонконг и Корея [Indian Securities Market...].

Инвесторы на рынке акций по-разному относятся к будущим дивидендным выплатам и неопределенности, связанной с ними. Ввиду существования информационной асимметрии менеджеры обладают большим объемом информации относительно будущих перспектив компании, чем акционеры [Miller, Rock, 1985]. Практика фондового рынка показала, что зачастую увеличение размера дивидендов сопровождается ростом цены акций и, наоборот, при уменьшении дивидендов цена акций падает. Распространено мнение о том, что инвесторы предпочитают дивиденды доходу от прироста цены [Jensen, 1986; Woolridge, Ghosh, 1995]. Согласно теории иррелевантности дивидендов Модильяни — Миллера [Miller, Modigliani, 1961], ценность фирмы определяется производительностью активов, способностью фирмы генерировать прибыль и не зависит от того, каким образом прибыль распределяется между ее компонентами — дивидендами и нераспределенной прибылью.

Реакция инвесторов на изменения дивидендной политики не обязательно показывает, что инвесторы предпочитают дивиденды нераспределенной прибыли. Однако изменения цены акции, следующие за информацией о дивидендах, свидетельствуют о том, что объявления о дивидендах содержат важную информацию, т. е. имеют сигнальный эффект.

Согласно сигнальной теории, выплата дивидендов воспринимается участниками рынка как сигнал о будущих доходах, ожидаемых менеджерами компании. Исходя из этой теории, дивидендная политика компании влияет на доходность акций и, следовательно, на богатство акционеров [Easterbrook, 1984]. Существует целый ряд академических работ, изучающих данную проблему на развитых рынках США (см., напр.: [Aharony, Swary, 1980; Karim, 2010]), Дании (см., напр.: [Sorensen, Arveschoug, 2004]), Великобритании (см., напр.: [Karim, 2010; Vieira, 2011]). Однако изученность реакции разви-

вающихся рынков на объявления компаний о выплате дивидендов остается недостаточной. Данное исследование направлено на проверку действия сигнальной теории на практике, а именно на выявление того, какова реакция рынка Индии на объявления компании о выплате дивидендов. Несмотря на то что рынок акций Индии является динамично развивающимся и одним из крупнейших по объему капитализации, результаты имеющихся исследований по компаниям Индии (см., напр.: [Теплова, 2008; Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011; Sharma, 2011]) не однозначны, следовательно, дополнительное исследование в данной сфере способно внести вклад в развитие проблематики. В случае подтверждения значимой реакции рынка на объявления о дивидендах компаниям следует учитывать данный факт при принятии решений относительно распределения прибыли с целью максимизации богатства акционеров.

ПРОБЛЕМАТИКА ИССЛЕДОВАНИЯ И ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Свободный денежный поток (free cash flow — FCF) является одним из основных финансовых результатов деятельности, на который ориентируются инвесторы при принятии инвестиционных решений относительно поведения в отношении акций той или иной компании. Однако при анализе данного показателя необходимо соблюдать осторожность, так как наиболее важна не сама сумма денежного потока, а его динамика. Отрицательный FCF не всегда несет негативную информацию инвесторам, потому что может свидетельствовать о растущих инвестиционных возможностях компании, о необходимости инвестирования в проекты, которые в будущем принесут прибыль акционерам.

В связи с этим встает вопрос о том, каким образом инвесторы должны реагировать на объявленные компанией размеры дивидендов, которые являются одним из направлений использования FCF. Насколько однозначна реакция участников рынка на ту или иную информацию? Ответ на данный вопрос пытается дать сигнальная теория дивидендов, согласно которой дивиденды являются сигналом для инвесторов об ожидаемых в ближайшем будущем денежных потоках и прибылях компании. Однако практика бизнеса зачастую опровергает этот факт. Так, в 2012 г. цены акций высокотехнологичных американских компаний Dell и SAIC резко пошли вниз на фоне объявления данных компаний о рекордно высоких дивидендных выплатах. Американские инвесторы расценили данную информацию как отсутствие возможностей для прибыльных вложений в развитие технологии, а также как сигнал замедления темпов роста отрасли. В результате цена акций компании Dell упала на 11%, компании SAIC — на 6,9%, тогда как у аналогичных компаний, которые объявили о стабильной величине дивиденда, цены акций в среднем выросли на 9% [Рекордные дивиденды высокотехно-

гичных компаний...]. Данный пример показывает, что реакция рынка может быть различной и нельзя с уверенностью сказать, каким образом инвесторы отреагируют на объявления того или иного характера, какой бы очевидной ни казалась данная реакция.

В приведенном примере объявление компаний Dell и SAIC об увеличении дивидендных выплат, которое можно отнести к событиям, положительно характеризующим деятельность компании, с точки зрения рационального инвестора, должно было повлечь за собой рост доходности акций. Однако совет директоров указанных компаний при принятии решения о рекомендуемой величине дивиденда, возможно, не принял во внимание специфику отрасли и ожидания держателей акций относительно использования свободного денежного потока. Реакция рынка на существенные объявления во многом определяется страновыми особенностями (доминирующая структура собственности, особенности налогообложения, корпоративного управления, дивидендной политики) и, возможно, особенностями отрасли, в которой оперирует компания. Таким образом, для принятия грамотных управленческих решений необходимо изучение реакции рынка на объявления о выплате дивидендов и выявление факторов, объясняющих направление этой реакции.

Классическим в этой области является исследование Дж. Ахарони и И. Свори [Aharony, Swary, 1980]. Авторы работы использовали методологию анализа событий на выборке из 149 компаний, акции которых торговались на Нью-Йоркской фондовой бирже. Они разделили компании на три подвыборки: в первую группу вошли фирмы, дивидендные выплаты которых остались на прежнем уровне, во вторую — компании с возросшей величиной дивиденда, в третью — компании, дивидендные выплаты которых были снижены. Дж. Ахарони и И. Свори попытались связать объявление о выплате дивидендов с объявлением прибылей компании, поэтому каждая подвыборка была разделена еще на две группы. В первую группу включались компании, для которых раскрытие прибылей предшествовало объявлению о выплате дивидендов, во вторую — компании, у которых объявление о выплате дивидендов происходило раньше, чем объявление о величине прибыли. В результате оказалось, что объявление о неизменной по отношению к предыдущему году величине дивиденда, независимо от того, предшествовало оно раскрытию прибылей или было осуществлено позже, не оказывает влияния на цену акций компании. В случае объявления о возросшей величине дивиденда рынок реагировал положительно, что отражалось в росте цен акций. Наконец, сократившаяся величина дивиденда служила негативным сигналом рынку, что выражалось в падении цены акций в окне события. Необходимо отметить, что в случае как роста, так и падения величины дивиденда степень отклонения цены была практически одинаковой для

варианта, когда объявление дивидендных выплат предшествовало опубликованию результатов о прибылях, и наоборот, когда объявление дивидендов следовало после раскрытия информации о прибылях. Таким образом, в результате проведенного исследования авторами была подтверждена гипотеза о том, что изменение величины дивидендных выплат, независимо от объявления прибылей компании, несет в себе дополнительную информацию фондовому рынку, являясь сигналом для инвесторов.

Еще одним значимым исследованием по данной теме выступает работа А. Дивеча и Д. Морзе [Divecha, Morse, 1983], в которой изучалась реакция рынка США на повышение дивидендов вслед за ростом или падением прибыли. Полученные в данной работе выводы не противоречат результатам упомянутых выше исследований. Авторы утверждают, что повышения дивидендных выплат вслед за сокращением прибыли инвесторы воспринимают более негативно, чем рост дивидендов вслед за ростом прибыли.

В статье [Benesh, Keown, Pinkerton, 1984] также рассматривается реакция рынка США на осуществление компанией объявления о выплате дивидендов. В отличие от работы [Divecha, Morse, 1983], авторы изучали реакцию рынка не только на возросшую, сократившуюся или стабильную величину дивиденда, но и на первичное осуществление компанией дивидендных выплат, а также на отказ компании от выплаты дивидендов. Ими были получены результаты, схожие с результатами [Aharony, Swary, 1980], и установлено, что имеет место наличие отрицательной избыточной доходности в случае отказа компании от выплаты дивидендов, а также при сократившейся величине дивиденда. В других ситуациях наблюдается положительная избыточная доходность. Кроме того, исследователи обратили внимание на следующую реакцию рынка: средняя избыточная доходность в первом случае составила $-9,6\%$, во втором — $+1,4\%$. Эти результаты позволили им утверждать, что реакция рынка на отрицательное событие существенно отличается от реакции рынка на положительное событие: абсолютная величина ожидаемой доходности в первом случае превышает абсолютную величину ожидаемой доходности во втором случае в 6,86 раза. Особый интерес вызывает статья А. Эдди и Б. Сайферта [Eddy, Seifert, 1992], в которой изучается поведение цен акций вокруг одновременного объявления о выплате дивидендов и о прибылях американских компаний. Результаты исследования, проведенного на выборке из 1111 компании, акции которых активно торговались с 1983 по 1985 г., показали, что реакция американского рынка на одновременное объявление о дивидендных выплатах и прибылях значительно отличается от той, когда объявления о прибылях или дивидендных выплатах компании делаются отдельно. Авторы работы утверждают, что реакция рынка на объединенное объявление значительно сильнее, чем на изолированное. По мнению А. Эдди и Б. Сайферта, данный

факт свидетельствует о том, что объединенное объявление несет рынку больший объем информации, чем изолированное. На основе регрессионного анализа авторы сделали заключение о том, что реакция на объединенное объявление в два раза превосходит реакцию на изолированное объявление. Причем, что ожидаемая избыточная доходность незначимо отличается от нуля в случае, если объявления носят разнонаправленный характер (если одно объявление несет в себе положительную информацию, другое — отрицательную). Наконец, если одно из двух объявлений, произведенных одновременно, не несет существенной информации рынку, то поведение цен акций определяется ненулевым сигналом. Именно к таким выводам пришли авторы данного исследования.

Еще одним исследованием в области проверки сигнальной теории дивидендов является работа Т. Макклуски [McCluskey, 2006]. В ней на выборке ирландских компаний изучается поведение цен акций вокруг даты объявления компаний о выплате дивидендов. Следует отметить, что исследование было проведено на достаточно продолжительном периоде — с 1987 по 2001 г. В выборку вошли 50 компаний, чьи акции торговались на фондовой бирже Дублина, с общим числом объявлений о выплате дивидендов, равным 674. Аналогично работе [Eddy, Seifert, 1992] в данной статье была изучена реакция рынка на одновременное объявление о прибылях и дивидендных выплатах, причем полученные результаты не полностью совпали с результатами исследования А. Эдди и Б. Сайферта. Так, автором было показано, что в объединенном объявлении компонент прибыли доминирует над компонентом величины дивиденда, т.е. информационная составляющая объявления о выплате дивидендов уступает по силе сигналу, посылаемому рынку посредством объявления прибыли компании. Тем не менее результаты данного исследования не противоречат сигнальной теории дивидендов.

Другим исследованием реакции развитого рынка капиталов на объявление о выплате дивидендов является работа Е. Вьера [Vieira, 2011], в которой изучается поведение цен акций на объявление о выплате дивидендов на рынках Великобритании, Франции и Португалии. Проведенное исследование показало, что только на одном из этих трех рынков, на рынке Великобритании, наблюдается наличие избыточной доходности в ответ на объявления компаний о выплате дивидендов. Согласно полученным результатам, рынки Франции и Португалии не реагируют на объявление об изменении дивидендных выплат, поэтому в этих двух случаях гипотеза о том, что объявление о выплате дивидендов несет новую существенную информацию рынку, не подтвердилась.

Неординарные результаты исследования по данной теме представлены в работе М. Карима [Karim, 2010], в которой сравниваются результаты, полученные для Лондонской и Нью-Йоркской фондовых бирж. Примечатель-

но, что в качестве периода исследования выбран временной промежуток, часть которого совпала с мировым финансовым кризисом, — с 2006 по 2008 г. Результаты эмпирического исследования, проведенного методом анализа событий, показали, что доходность акций на Нью-Йоркской фондовой бирже «не реагирует» на объявления о выплате дивидендов, причем это имеет место для случая возросшей, сократившейся и неизменной величины дивидендов. Кроме того, результаты, полученные для компаний, торгующихся на Лондонской фондовой бирже, расходятся с классической сигнальной теорией дивидендов. Согласно исследованию, рынок отрицательно реагирует на повышение уровня дивидендных выплат, положительно реагирует на сокращение величины дивидендов и нейтрален к неизменной величине дивидендов. Подобные расхождения автор связывает с влиянием мирового финансового кризиса и объясняет, что США и Великобритания столкнулись с серьезными экономическими трудностями в данный период и это во многом объясняет осторожность в поведении инвесторов. С точки зрения исследователя, инвесторы в акции, котирующиеся на Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах, не реагировали на сигналы, посылаемые компаниями через выплату дивидендов, и рассматривали возросшую величину выплачиваемых дивидендов как стремление компаний показать хорошее финансовое положение, даже если дела в компании обстояли не лучшим образом. Иными словами, повышение дивидендных выплат рассматривалось как упущенные компанией возможности инвестирования в проекты с положительной чистой приведенной стоимостью.

Современным исследованием по изучаемой тематике одного из развивающихся рынков является работа [Akben-Selcuk, Altioek-Yilmaz, 2010]. В выборку исследования вошли 46 компаний, акции которых активно торговались на Стамбульской фондовой бирже в период с 2005 по 2008 г., с общим числом объявлений, равным 184. Исследование, проведенное по методу анализа событий, показало, что рынок Турции положительно реагирует на объявление о возросшей величине дивиденда, отрицательно реагирует на объявление о сократившейся величине дивиденда и нейтрален к объявлению о неизменной величине дивиденда. Результаты данного исследования полностью согласуются с сигнальной теорией дивидендов и расходятся с теорией иррелевантности дивидендов Модильяни — Миллера, согласно которой политика компании в области дивидендов не оказывает влияния на ее ценность: наличие избыточной доходности акций турецких компаний как результат реакции рынка на объявления о выплате дивидендов указывает на то, что распределение свободных денежных средств между выплатой дивидендов держателям акций и реинвестированием в бизнес в среднем оказывает влияние на совокупное богатство акционеров турецких компаний.

В работе Ш. Махмуда [Mahmood, Sheikh, Ghaffari, 2011] проанализировано влияние объявления о выплате дивидендов на цену акций на рынке Пакистана. В качестве периода исследования авторами был выбран временной интервал с 2005 по 2009 г. Общее число объявлений о выплате дивидендов в денежной форме, вошедших в исследование, — 100. Для оценки нормальной доходности автор использовал три модели: рыночную модель, скорректированную рыночную модель, в которой коэффициент $\beta = 1$, а свободный член $\alpha = 0$, и модель с постоянной доходностью. Следует отметить, что использование разных моделей для аппроксимации нормальной доходности дало схожие результаты. Было установлено наличие средней избыточной доходности в окне события. При этом наибольшее значение средней избыточной доходности наблюдалось в день объявления о выплате дивидендов и день, следующий за ним. Кроме того, исследование показало наличие средней избыточной доходности с момента времени $T - 18$ до $T + 14$, где T — это день исследуемого события. Наличие избыточной доходности акций в окне события в дни, предшествующие дню объявления о выплате дивидендов, свидетельствует о вероятной инсайдерской торговле, т. е. о проведении сделок по акциям инсайдерами компании, располагающими конфиденциальной информацией о предстоящих дивидендных выплатах, с целью извлечения прибыли на разнице в ценах акций компании.

Еще одним исследованием реакции развивающегося рынка на объявления о выплате дивидендов является работа Т. Суванны [Suwanna, 2012]. Оно было проведено на выборке 60 тайских компаний, акции которых активно торговались на фондовой бирже Таиланда в период с 2005 по 2010 г. Результаты исследования по методу анализа событий показали, что объявления о выплате дивидендов в среднем подают рынку Таиланда позитивный сигнал, т. е. положительно влияют на доходность акций тайских компаний, вне зависимости от характера объявления.

Исследование [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009] было направлено на изучение реакции цен акций на объявления о выплате дивидендов на развивающемся рынке Индии. В выборку вошли 149 компаний с общим числом объявлений о выплате дивидендов, равным 170. В качестве периода исследования был выбран 2002 г. После анализа полученных результатов автор приходит к выводу о том, что рынку Индии свойственна слабая форма эффективности. На данный факт указало наличие положительной средней избыточной доходности в окне события, спустя несколько дней после объявления компанией о выплате дивидендов.

В продолжение изучения исследований реакции индийского рынка на объявление о выплате дивидендов необходимо упомянуть работу [Taneem, Ryerson, 2011]. В выборку исследования вошли 82 компании из 22 отраслей, акции которых котируются на Бомбейской фондовой бирже. В качестве

периода исследования автором был выбран временной промежуток с 2004 по 2007 г. Он сделал заключение о том, что рынок в среднем положительно реагирует на повышение дивидендных выплат и отрицательно — на сокращение величины дивидендов, т.е. объявления о выплате дивидендов несут в себе информационную составляющую и могут стимулировать изменения цен на акции.

Р. Шарма [Sharma, 2011] исследовал влияние объявления о выплате годовых дивидендов на поведение цен акций в Индии на основе данных о 133 компаниях, акции которых торговались на Бомбейской фондовой бирже в период с июля 1997 по декабрь 2007 г. Было установлено, что ожидаемая избыточная доходность, как результат реакции рынка на объявления о выплате дивидендов, незначимо отличается от нуля, независимо от того, какой характер носит объявление (положительный, негативный или нейтральный). Поэтому Р. Шарма пришел к выводу о том, что объявление о выплате дивидендов не приводит к возникновению избыточной доходности акций, независимо от отрасли, к которой принадлежит компания. Результаты исследований Индийского фондового рынка, проведенных в [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011], не совпадают с выводами Р. Шармы относительно реакции индийского рынка на объявление о выплате дивидендов. В то же время в работе Ш. Махмуда было установлено, что рынок Пакистана положительно реагирует на объявление о возросшей величине дивиденда, отрицательно реагирует на объявление о сократившейся величине дивиденда и нейтрален к объявлению о неизменном уровне дивидендных выплат.

Таким образом, анализ результатов современных исследований, направленных на изучение влияния объявления о выплате дивидендов на доходность акций на развивающихся рынках капитала, демонстрирует их неоднозначность. Часть исследователей приходит к заключению о соответствии реакции рынка сигнальной теории дивидендов, тогда как другие ученые получают противоположные результаты. Этот факт стал для нас основанием для дальнейшего изучения данной проблематики и проведения собственного исследования, направленного на изучение реакции развивающихся рынков на объявления о выплате дивидендов. Изучение реакции развивающихся рынков мы начали с рынка Индии, для этого проанализировали особенности дивидендной политики индийских компаний

ОСОБЕННОСТИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ИНДИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В Индии действуют две основные фондовые биржи — Бомбейская фондовая биржа (Bombay Stock Exchange, BSE) и Национальная фондовая биржа (National Stock Exchange, NSE). Для индийского фондового рынка

характерно смещение ликвидности в сторону крупных семейных корпораций, а также компаний машиностроительной и фармацевтической отрасли [National Stock Exchange..., 2013]. Известно, что Индия является одним из наиболее значимых игроков фармацевтической отрасли в мире.

Как отмечалось, по объему капитализации рынка акций Индия занимает одно из лидирующих мест в мире и сравнима в этом отношении с развитыми странами. На Бомбейской фондовой бирже котируется более 5 тыс. акций, однако для Индии, как и для других развивающихся рынков, включая Россию, характерно асимметричное распределение ликвидности между ценными бумагами различных компаний, имеющих листинг на бирже. На 500 крупнейших компаний приходится около 90% объемов торгов. На Бомбейской фондовой бирже все обращающиеся акции разделены на группы по критерию размера рыночной капитализации: А, В, S, T, ST и Z. Наиболее крупные по капитализации компании относят к группе А [About BSE, 2013].

Необходимо отметить особенности структуры собственности индийских компаний. Специфической чертой данного рынка является широкое распространение семейных конгломератов, долгое время присутствующих на рынке и зачастую являющихся монополистами в своей отрасли. К подобным семейным компаниям относится, например, табачная компания ITC Ltd, на которую приходится около 85% объема производства табачной продукции в Индии [About ITC]. Кроме того, для индийских компаний характерна крупная доля собственности в руках иностранных институциональных инвесторов. Начиная с 1991 г. правительство страны проводит активную политику либерализации экономики, что привело к резкому росту объема прямых иностранных инвестиций в экономику Индии. Ежегодный приток иностранных инвестиций составляет порядка 20 млрд долл., около трети всех сделок с акциями приходится на иностранных институциональных инвесторов [Biswas, 2008]. Активное присутствие на рынке данной категории инвесторов, а также распространение семейных конгломератов в Индии во многом влияет на дивидендную политику индийских компаний.

Основная доля дивидендных выплат приходится на компании банковского сектора, машиностроительной отрасли и на сырьевые компании. Так, наиболее высокие суммарные дивидендные выплаты за 2011 г. были выплачены компанией ONGC Ltd, функционирующей в нефтегазовом секторе.

Как известно, налогообложение влияет на решения о дивидендных выплатах компаний. В Индии наблюдается существенная разница в ставках налога на прирост капитала и на дивидендный доход. Доходы от прироста стоимости по долгосрочным активам облагаются ставкой от 10 до 20%, по краткосрочным активам ставка еще выше — от 30 до 40% [Biswas, 2008]. При

этом дивидендный доход, получаемый инвесторами индийских компаний, в большинстве случаев вовсе освобождается от налогообложения. Таким образом, если рассматривать вопрос дивидендной политики с позиции налогообложения, то акционерам индийских компаний выгоднее получать доход в виде дивидендов, чем доход от курсовой разницы при продаже акций.

ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ И ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ВЫБОРКИ

Представленное исследование направлено на выявление реакции рынка Индии на объявления компаний о выплате дивидендов. Реакция рынка изучается отдельно для трех типов объявлений: «положительных объявлений» о возросшей величине дивидендов, «негативных объявлений» о сократившейся величине дивидендов и «нейтральных объявлений» о неизменной величине дивидендов.

Основной вопрос исследования можно сформулировать следующим образом: как объявления о выплате дивидендов индийских компаний влияют на доходность их акций?

Как отмечалось, анализ имеющихся работ по индийскому рынку продемонстрировал неоднозначность результатов, полученных учеными. Опираясь на исследования [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011], можно утверждать, что реакция рынка на объявления о выплате дивидендов соответствует характеру объявления, т.е. положительна в случае объявлений о возросшей величине дивидендов, отрицательна при объявлениях о сократившейся величине дивидендов и отсутствует в случае объявлений о неизменной величине дивидендов. Однако результаты исследования Р.Шармы [Sharma, 2011] дают основание считать, что объявления о выплате дивидендов, независимо от характера объявления, не влияют на доходность акций индийских компаний.

Следуя за Т. Малликарьянаппа [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009] и Ш. Танимом [Taneem, Ryerson, 2011] и руководствуясь сигнальной теорией дивидендов, мы склонны выдвинуть следующие гипотезы.

Гипотеза 1. Объявления индийских компаний о возросшей величине дивиденда влекут за собой возникновение положительной избыточной доходности их акций.

Гипотеза 2. Объявления об уменьшении величины дивидендов влекут за собой возникновение отрицательной избыточной доходности акций индийских компаний.

Гипотеза 3. Объявления индийских компаний о том, что величина дивидендов не изменяется по сравнению с предыдущим периодом, не влекут за собой возникновение избыточной доходности их акций.

Эмпирическая проверка выдвинутых гипотез производилась с использованием метода анализа событий. Информационной базой исследования послужили следующие источники: официальные сайты Бомбейской фондовой биржи и Национальной фондовой биржи, а также индийский деловой портал финансовой информации и аналитики Moneycontrol [Moneycontrol, 2013].

В исходную выборку вошли компании, чьи акции котируются на Бомбейской фондовой бирже и которые регулярно осуществляют выплату дивидендов держателям обыкновенных акций. Отметим, что в первоначальную выборку были отобраны исключительно те компании, которые по критерию капитализации относятся к группе А согласно классификации биржи BSE. К данной группе относятся акции 200 крупных компаний, которые характеризуются высоким уровнем ликвидности. В качестве периода исследования был выбран временной интервал с 2010 по 2012 г. с целью изучения последних тенденций в реакции рынка на указанные события и для того, чтобы исключить влияние мирового финансового кризиса.

Впоследствии сформированная выборка была подвергнута пересмотру: из первичной выборки был произведен отбор компаний по ряду критериев. Исключались компании, практикующие выплату промежуточных дивидендов, компании, оперирующие в финансовом секторе, а также компании, которые осуществляли дробление или консолидацию акций на временном интервале периода исследования. Деятельность компаний, принадлежащих к финансовому сектору, является специфичной и высокочувствительной к колебаниям в экономике. Именно предприятия финансового сектора первыми на себе ощущают проявления кризисных явлений в экономике, а также проявления экономического роста, а значит, поведение и ожидания инвесторов, владеющих акциями компаний финансового сектора, могут отличаться от ожиданий инвесторов, в чьих руках находятся акции прочих компаний. Кроме того, банки, страховые компании и другие фирмы финансового сектора должны следовать особым стандартам отчетности, которые существенно отличаются от стандартов отчетности для прочих организаций. В связи с этим компании, относящиеся к финансовому сектору, исключались из исходной выборки.

Таким образом, в результате была сформирована итоговая выборка, в которую вошли 67 компаний из 23 отраслей промышленности, что позволило создать отраслевую диверсификацию выборки исследования. Отраслевая классификация осуществлялась на основании информации, представленной в информационном блоке компании на сайте Национальной фондовой биржи Индии. Наибольшую долю составили компании машиностроительной (16,42%), нефтегазовой (11,94%) и фармацевтической (11,94%) отраслей. Действительно, Индия занимает лидирующие позиции в производстве оборонной техники, а также является одним из основных производителей фармацевтических продуктов в мире. Компании данных секто-

ров регулярно производят выплату дивидендов и демонстрируют высокий уровень дивидендной доходности, так как деятельность данных компаний характеризуется высоким уровнем рентабельности.

Для каждой компании выборки был произведен отбор релевантных объявлений с учетом того факта, что в окне события должны отсутствовать прочие объявления о существенных событиях, которые могут повлиять на доходность акций. К примеру, 29 апреля 2010 г. компания Ultra Tech Cement Ltd одновременно с объявлением о выплате дивидендов сообщила о приобретении контрольного пакета акций компании ETA Star Cement Company LLC. В связи с тем, что оба объявления являются существенными, объявление компании о дивидендных выплатах от 29 апреля 2010 г. было исключено из исследования. Подобным образом были исключены все объявления, которые в окне события пересекались с прочими существенными событиями. Кроме того, в исследование не включались объявления о первичной выплате дивидендов.

В итоге мы рассмотрели 145 объявлений индийских компаний о выплате дивидендов, 75 из которых — о возросшей величине дивидендов, 33 — о сократившейся величине дивидендов, 37 — о неизменной величине дивидендных выплат.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для изучения реакции индийского рынка на объявления компаний о выплате дивидендов было произведено исследование по методу анализа событий. Алгоритм проведения исследований по методу событий подробно изложен в классической работе МакКинли [MacKinlay, 1997], поэтому в данной статье мы не пересказываем методологию, а приводим и комментируем полученные на ее основе результаты.

Изучение особенностей индийского фондового рынка показало, что впервые информация о величине дивиденда на данных рынках появляется в день заседания совета директоров, на котором оглашается решение о рекомендуемой общему собранию акционеров величине дивиденда (объявление о выплате дивидендов). В связи с этим при проведении исследования по методологии анализа событий в качестве даты события использовалась дата заседания совета директоров, а не дата проведения общего собрания акционеров или непосредственной выплаты дивидендов держателям акций.

Выбор длины окна события осуществляется с учетом типа исследуемого события, его масштаба и значительности. Как показал анализ исследований с использованием метода событий, длинные окна обычно выбирают в случаях, когда событие носит значительный для компании характер и имеет долгосрочное влияние, как, например, объявление о слиянии или поглощении. В случае объявления о выплате дивидендов принято выбирать окно

события, не превышающее 41 день (20 дней до даты события и 20 дней после) [Теплова, 2008]. Анализ академических работ показал, что действительно максимальная длина окна события, используемая исследователями, составляет 41 день в случае использования дневных данных, при этом средняя длина окна — 21 день (10 дней до даты события и 10 дней после). Такое окно события было выбрано в классической работе [Aharony, Swary, 1980], в которой проводится аналогичное исследование для рынка США. Кроме того, 21-дневное окно события использовалось в более поздних исследованиях, таких как работы (см., напр.: [Теплова, 2008; Capstaff, Klaboe, Marshall, 2004; Joshipura, 2009; Irum, Hassan, Rafique, 2012]). Таким образом, изученные исследования и рекомендуемые ограничения, учитывающие значимость события, стали основанием того, что мы выбрали окно события длиной в 21 день (10 дней до даты события и 10 дней после).

Аналогично выбор длины окна оценивания также осуществлялся на основании изучения имеющихся исследований по данной теме. П. Петерсон [Peterson, 1986] в своей работе, посвященной описанию методологии анализа событий, отмечает, что стандартно окно оценивания выбирается в диапазоне от 100 до 300 дней. Анализ академических работ показал, что действительно в качестве окна оценивания исследователи в большинстве случаев выбирают временной промежуток длиной от 100 до 250 дней. В работе [Aharony, Swary, 1980] оценивание параметров модели для расчета нормальной доходности проводилось на временном интервале в 120 дней. В работе 2010 г. [Akbar, Baig, 2010] длина окна оценивания также составила 120 дней. Тем не менее исследователями используются и более продолжительные окна оценивания. Например, в [Taneem, Ryerson, 2011] в качестве окна оценивания использовался временной промежуток длиной в 250 дней. В работе [Akben-Selcuk, Altiok-Yilmaz, 2010] окно представляет собой временной интервал длиной в 180 дней.

На основании анализа публикаций по данной тематике было принято решение произвести оценку параметров нормальной доходности на среднем по длине окна оценивания, а именно на временном интервале продолжительностью 180 дней (6 месяцев): с момента времени $T = -190$ по момент времени $T = -11$. Отметим, что окно оценивания не пересекается с окном события, тем самым сводится к минимуму возможность влияния исследуемого события на оценку нормальной доходности.

Для оценки нормальной доходности была выбрана рыночная модель, которая имеет следующий вид:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

где R_{it} — доходность ценной бумаги i в момент времени t ; R_{mt} — доходность рыночного портфеля в момент времени t . Через α_i и β_i обозначены не-

известные параметры модели, подлежащие оцениванию; через ε_{it} — случайная величина.

В качестве доходности рыночного портфеля традиционно применяется доходность рыночного индекса. В данном исследовании был использован индекс BSE 200.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Перейдем к рассмотрению результатов исследования по методу событий на выборке индийских компаний. В первую очередь проанализируем, как реагирует рынок на объявления о возросшей величине дивидендов. Для наглядности представим графики поведения средней избыточной доходности (Average Abnormal Return — *AAR*) и накопленной средней избыточной доходности (Cumulative Average Abnormal Return — *CAAR*) в окне события (рис. 1, 2).

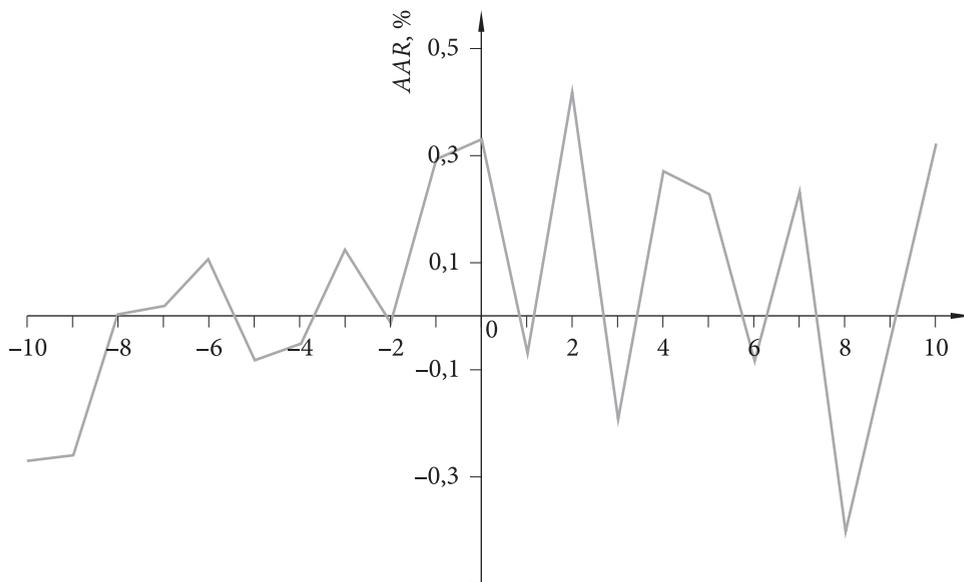


Рис. 1. График средней избыточной доходности *AAR* в окне события («хорошая» новость)

Проверка гипотез показала, что средняя избыточная доходность значимо отличается от нуля в день $t = 2$ и в день $t = 8$ на 5%-м уровне значимости; на 10%-м уровне значимости средняя избыточная доходность значимо отличается от нуля в день объявления $t = 0$ и в день $t = 10$. При этом значения средней избыточной доходности в дни, когда значимое отличие от нуля подтвердилось, имеют положительный знак, что свидетельствует

о положительной реакции рынка Индии на объявления о возросшей величине дивиденда. На графике избыточной доходности можно заметить резкое увеличение этой величины в день объявления о возросшей величине дивиденда, а также на второй день после объявления. На рис. 2 отчетливо прослеживается тенденция к росту накопленной средней избыточной доходности. Необходимо отметить, что смена знака накопленной доходности с отрицательного на положительный происходит как раз в день события ($t = 0$). К 21-му дню окна события накопленная средняя избыточная доходность достигла значения $+0,833\%$.

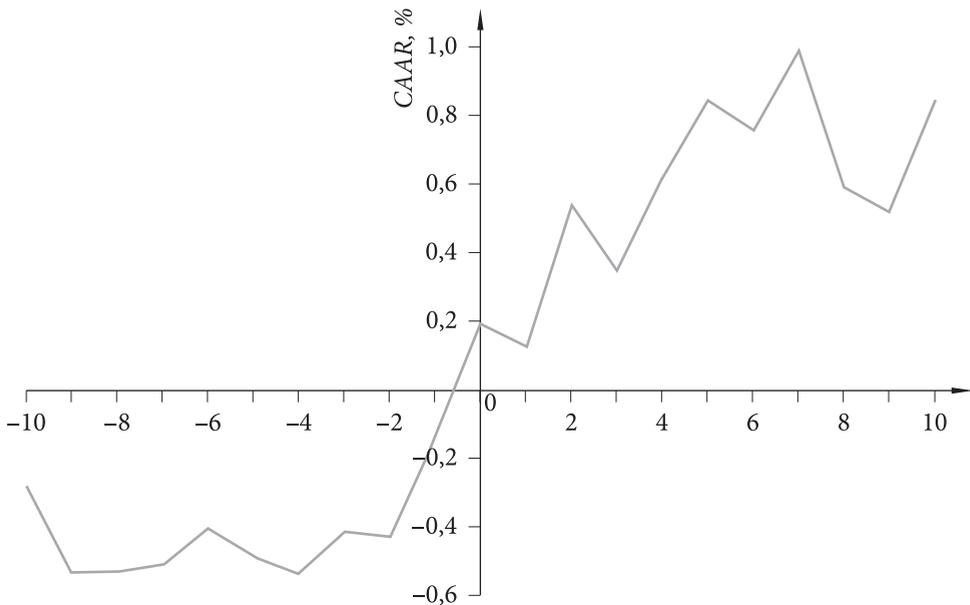


Рис. 2. График накопленной средней избыточной доходности *CAAR* в окне события («хорошая» новость)

Все вышесказанное позволяет принять выдвинутую нами гипотезу исследования о том, что рынок Индии в среднем положительно реагирует на объявление о возросшей величине дивидендов. Этот результат соотносится с сигнальной теорией дивидендов. К аналогичным результатам пришел Т. Малликарюнаппа [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009]. В проведенном им исследовании была принята гипотеза о том, что объявления о возросшей величине дивиденда положительно влияют на доходность акций компаний Индии. Кроме того, полученный нами результат совпадает с выводом, к которому пришел Ш. Танима [Taneem, Ryerson, 2011] в своем исследовании реакции индийского рынка на объявления о выплате дивидендов.

Перейдем к рассмотрению результатов, полученных нами для объявлений о сократившейся величине дивидендов. Графики изменения средней избыточной доходности, а также накопленной средней избыточной доходности в окне события представлены на рис. 3 и 4.

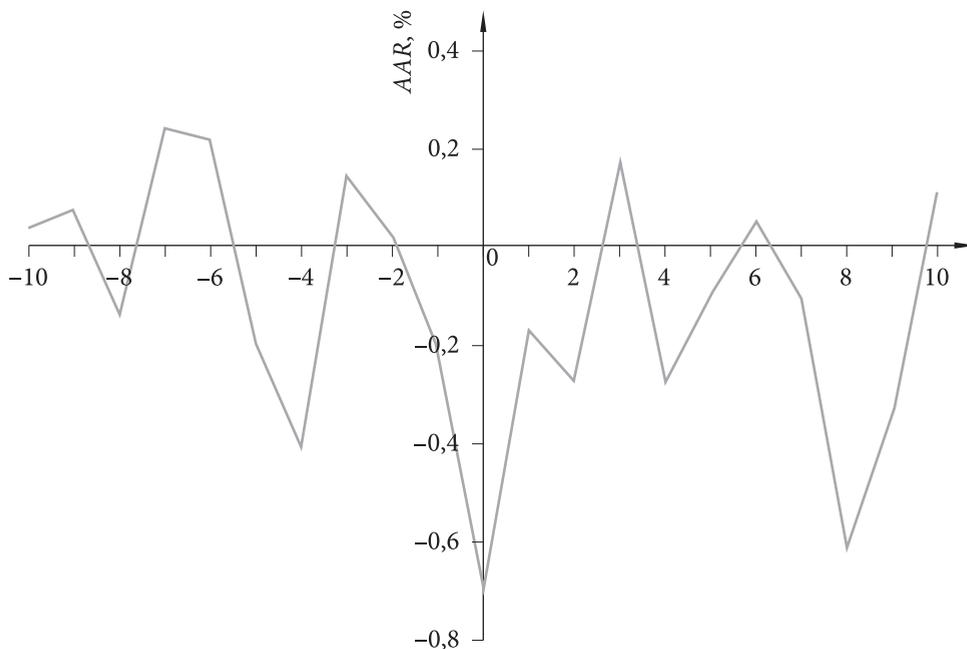


Рис. 3. График средней избыточной доходности AAR в окне события («плохая» новость)

Тестирование гипотез показало, что на 10%-м уровне значимости средняя избыточная доходность значимо отличается от нуля в день объявления $t = 0$, а также в день $t = 8$. Причем, значение избыточной доходности в эти дни отрицательное, а значит, на основании проведения исследования на выборке из 67 индийских компаний можно сделать вывод о том, что объявление о сократившейся величине дивиденда отрицательно влияет на доходность акций. График накопленной средней избыточной доходности (рис. 4) наглядно демонстрирует тенденцию к убыванию в окне события. При этом в день объявления происходит резкое уменьшение накопленной средней избыточной доходности, после чего наблюдается дальнейшее ее снижение до значения, равного 2,458%. На рис. 3 можно заметить, что средняя избыточная доходность принимает наименьшее значение в окне события именно в день объявления. Таким образом, согласно результатам исследования, объявления о сократившейся величине дивидендов несут индийскому рын-

ку негативную информацию, что приводит к появлению отрицательной избыточной доходности акций индийских компаний. Данный вывод согласуется с сигнальной теорией дивидендов. Аналогичные результаты были получены в уже упоминавшихся работах [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011]. Авторы провели исследование по методологии анализа событий на выборках индийских компаний и пришли к заключению о том, что рынок Индии отрицательно реагирует на объявления о сократившейся величине дивидендов.

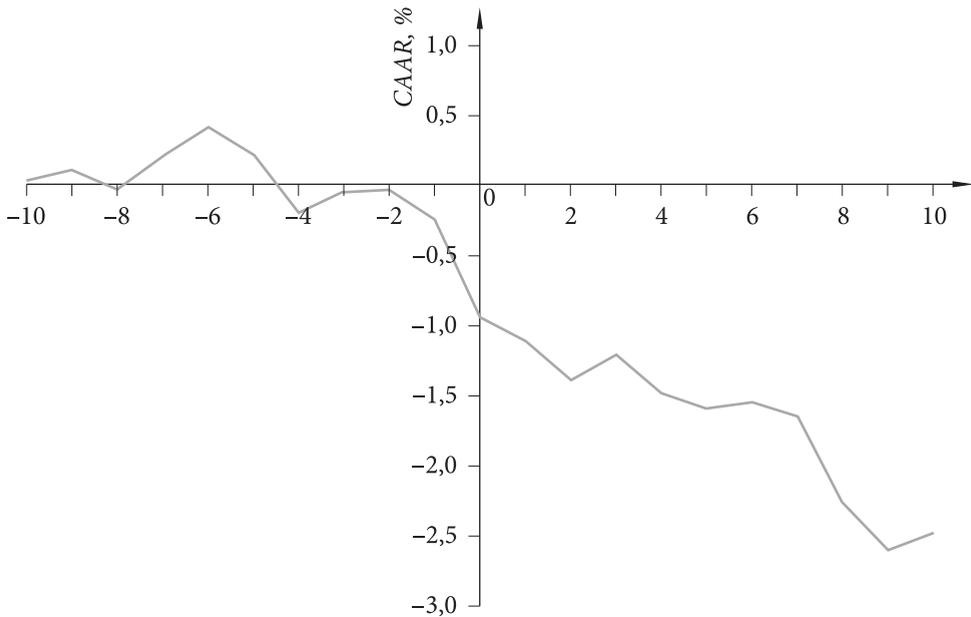


Рис. 4. График накопленной средней избыточной доходности CAAR в окне события («плохая» новость)

Как подчеркивалось, особенностью дивидендной политики индийских компаний является выплата дивидендов в виде процента от номинальной стоимости акций. В связи с этим среди индийских компаний часто встречаются объявления о неизменной величине дивиденда в процентном отношении к номиналу акций. Такая особенность дала возможность выявить влияние объявлений о неизменной величине дивиденда на доходность акций. Согласно результатам проведенного нами исследования, величина средней избыточной доходности незначимо отличается от нуля в каждый день окна события. На рис. 5 и 6 представлены графики поведения средней избыточной доходности и накопленной средней избыточной доходности в окне события.

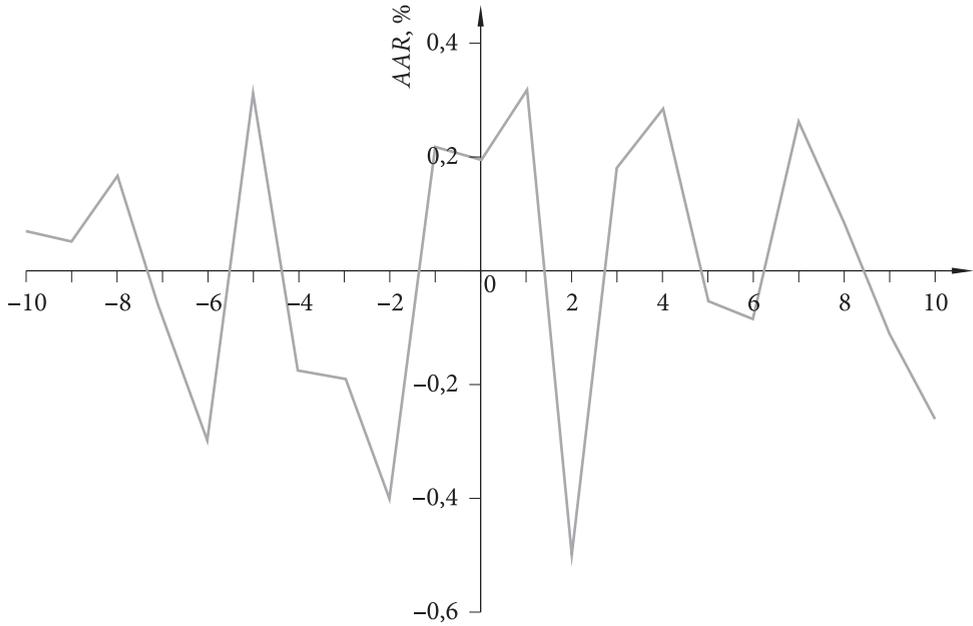


Рис. 5. График средней избыточной доходности AAR в окне события («нейтральная» новость)

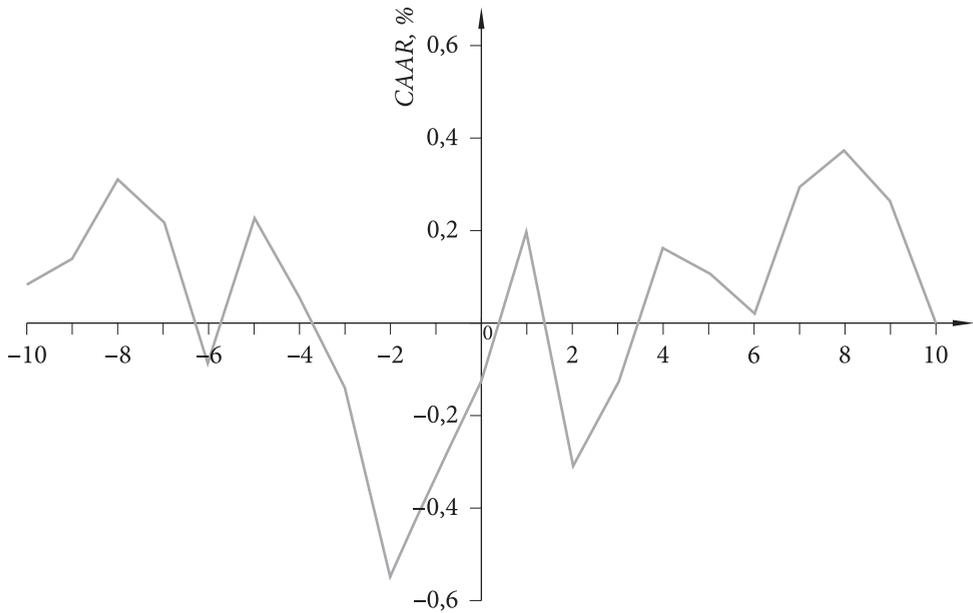


Рис. 6. График накопленной средней избыточной доходности $CAAR$ в окне события («нейтральная» новость)

Как видно из рис. 5, график накопленной средней избыточной доходности колеблется около нуля, четко выраженной тенденции к возрастанию или убыванию этого временного ряда в окне события не наблюдается. Это можно трактовать так: объявление о неизменной величине дивиденда в среднем не влечет за собой возникновения избыточной доходности акций индийских компаний и воспринимается рынком как нейтральный сигнал. Держатели акций, величина дивидендов по которым осталась неизменной, в окне события получают в среднем только нормальную доходность. Подобное поведение доходности согласуется с сигнальной теорией дивидендов, согласно которой объявления компании о неизменной величине дивиденда не несут рынку значимой информации, которая бы привела к возникновению избыточной доходности акций данной компании. Полученные результаты также соотносятся с исследованиями [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011]. Кроме того, аналогичные выводы были сделаны в работе Дж. Ахарони и И. Свари [Aharony, Swary, 1980] относительно акций Нью-Йоркской фондовой биржи, а также в работах Е. Вьера [Vieira, 2011] — для акций, торгующихся на Лондонской фондовой бирже, А. Курниаси [Kurniasih, Siregar, 2011] — на Индонезийской фондовой бирже, А. Дасиласа [Dasilas, Leventis, 2011] — на рынке Греции и т. д.

Таким образом, выдвинутые в нашем исследовании гипотезы могут быть приняты.

Вернемся к графикам накопленных средних избыточных доходностей, соответствующих каждому типу объявления и изобразим их на одном рисунке (рис. 7).

На рис. 7 использованы следующие обозначения: *CAAR1* — накопленная средняя избыточная доходность в случае объявления о возросшей величине дивиденда; *CAAR2* — накопленная избыточная доходность в случае объявления о сократившейся величине дивиденда; *CAAR3* — накопленная избыточная доходность в случае объявления о неизменной величине дивиденда.

Анализ графиков дает основание говорить о том, что абсолютная величина накопленной доходности в случае «плохой» новости в три раза больше, чем в случае «хорошей» новости: $-2,46\%$ и $+0,83\%$ соответственно. Иными словами, отрицательная реакция рынка на объявления о сократившейся величине дивиденда выражена более явно, чем положительная реакция на объявления о возросшей величине дивиденда.

Таким образом, в результате проведенного исследования на выборке из 67 индийских компаний, оперирующих в 23 отраслях промышленности, авторами были получены следующие результаты:

- ♦ объявления индийских компаний о возросшей величине дивиденда в среднем влекут за собой возникновение положительной избыточной доходности их акций;

- ♦ объявления индийских компаний о сократившейся величине дивиденда в среднем влекут за собой возникновение отрицательной избыточной доходности их акций;
- ♦ объявления индийских компаний о неизменной величине дивиденда в среднем не влекут за собой возникновение избыточной доходности их акций.

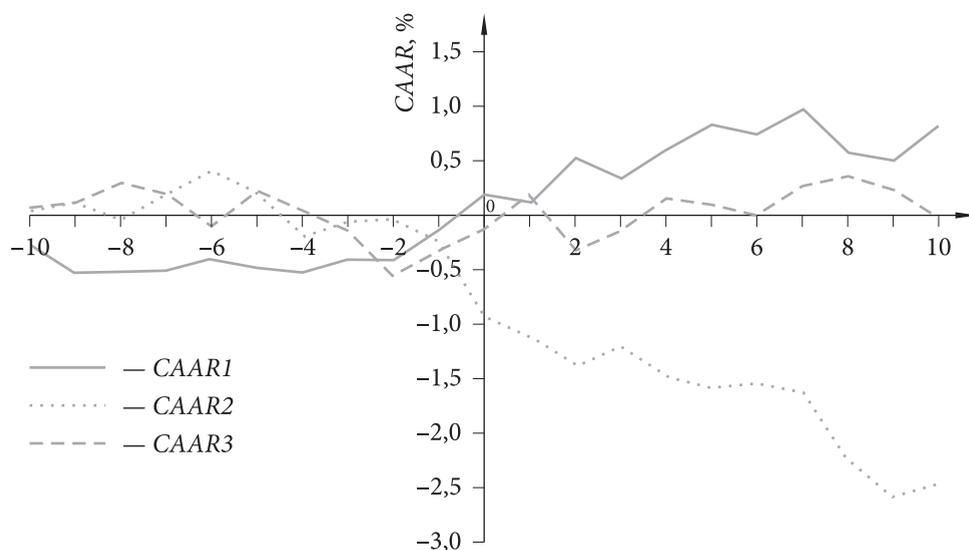


Рис. 7. Графики накопленной средней избыточной доходности CAAR в окне события

В рамках исследования, проведенного на выборке индийских компаний, сигнальная теория дивидендов подтвердилась. Комментируя полученные результаты, можно отметить, что в целях максимизации богатства акционеров индийским компаниям при формировании дивидендной политики следует принимать во внимание реакцию фондового рынка на объявления о выплате дивидендов, так как объявления об изменении дивидендных выплат в среднем приводят к существенным сдвигам в доходности акций.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Настоящее исследование проведено с учетом специфики изучаемого рынка Индии, а также особенностей дивидендной политики и структуры собственности индийских компаний.

Как показывают исследования и практика финансового рынка, неожиданное существенное событие в деятельности компании может оказывать влияние на цену акций, как только информация о нем становится общедо-

ступной для участников рынка. Влияние может оказаться как положительным, так и отрицательным с точки зрения изменения цены и доходности акций. Как показало проведенное нами исследование, объявления индийских компаний о выплате изменившейся величины дивидендов относятся к категории существенных, так как имеет место избыточная доходность акций в окне события. Таким образом, индийским компаниям, в целях максимизации богатства акционеров, при формировании дивидендной политики следует принимать во внимание реакцию фондового рынка на объявления о выплате дивидендов.

Если говорить о положительной реакции индийского рынка на объявления компаний о возросшей величине дивиденда, это можно прокомментировать следующим образом. Для индийского рынка характерно значительное присутствие зарубежных институциональных инвесторов в структуре собственников компаний. На данный момент на иностранных институциональных инвесторов приходится около 28% сделок с акциями, обращающимися на индийском фондовом рынке. Институциональные инвесторы заинтересованы в высоких дивидендных выплатах с целью усиления контроля над деятельностью менеджеров со стороны рынка капиталов [Short, Zhang, Keasey, 2002]. Можно предположить, что наряду с другими факторами это служит причиной того, что объявления о возросшей величине дивиденда воспринимаются рынком положительно, объявления о сократившейся величине дивиденда — отрицательно.

Вместе с тем, индийский рынок характеризуется тем, что на нем действует много крупных зрелых компаний, являющихся семейными конгломератами и имеющих стабильный доход. Данные компании рассматриваются как «денежные коровы» для инвесторов индийских компаний, что согласуется с теорией зрелой фирмы [Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002]. Исходя из данной теории, сокращение дивидендных выплат воспринимается держателями акций индийских компаний негативно, как возможное избыточное инвестирование в проекты, которые могут приносить личную выгоду менеджерам компании. Кроме того, положительное влияние объявлений индийских компаний о возросшей величине дивидендов, вероятно, связано с тем, что, повышая дивидендные выплаты, менеджеры компании демонстрируют оптимистичное ожидание относительно ее будущих перспектив, а также уверенность в будущих прибылях. Напротив, объявления о сократившейся величине дивидендов несут рынку Индии отрицательный сигнал, что объясняется восприятием инвесторами данной информации как наличие финансовых трудностей у компании и снижение прибыльности бизнеса.

Отсутствие избыточной доходности акций в результате реакции рынка на «нейтральный» сигнал, вероятно, обусловлено тем, что для инвесторов неизменная величина дивиденда является свидетельством стабильности

финансового положения компании. В связи с этим фактическая доходность акций в данном случае значимо не отличается от доходности, оцененной по рыночной модели.

Положительная реакция индийского рынка на объявления о возросшей величине дивиденда также может быть обусловлена существенным разрывом в налогообложении дохода от прироста курсовой стоимости и дивидендного дохода. Как было отмечено ранее, в Индии ставка налога на доход от прироста стоимости акций может достигать 40%, тогда как дивидендный доход в большинстве случаев освобожден от налогообложения. В связи с этим для инвесторов дивидендный доход является более предпочтительным с точки зрения теории налоговой дифференциации.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что реакция индийского рынка на объявления компаний о выплате дивидендов соответствует характеру объявления («хорошая» новость, «плохая» новость, «нейтральная» новость). Например, цена акций индийской компании Tata Steel Ltd в 2010 г. возросла на 7% после объявления о выплате возросшей величины дивидендов. Финансовые аналитики Bloomberg связывают подобный рост цены именно с положительным объявлением о возросшей величине дивиденда. При этом необходимо отметить, что Tata Steel Ltd входит в группу компаний Tata Group, которая является крупным семейным конгломератом и имеет длительную историю. Кроме того, в структуре собственников наблюдается значительное присутствие зарубежных институциональных инвесторов: им принадлежит около 21% акционерного капитала. Подобные характеристики компании Tata Steel Ltd подкрепляют сделанные в исследовании выводы о том, что положительная реакция индийского рынка может быть объяснена тем, что, во-первых, крупные семейные конгломераты в Индии рассматриваются инвесторами в качестве «денежных коров» и, во-вторых, зарубежные институциональные инвесторы, чье присутствие в структуре собственников индийских компаний значительно, заинтересованы в высоких дивидендных выплатах. Действительно, цена акций компании Tata Motors Ltd, которая также является частью семейного конгломерата Tata Group, после объявления в 2010 г. о сократившейся величине дивиденда упала на 9%, что подтверждает полученные в исследовании результаты.

На основании полученных результатов с учетом особенности выборки и периода исследования, можно сделать вывод о том, что индийским компаниям следует придерживаться политики возрастающей величины дивиденда, так как уменьшение дивидендных выплат, по сравнению с предыдущим годом, воспринимается инвесторами негативно. В случае отсутствия возможности у компании повысить уровень дивидендных выплат руководству целесообразно обеспечить инвесторам неизменный уровень

дивидендов, так как исследование показало, что в среднем объявления индийских компаний о сокращении дивидендных выплат приводят к падению доходности акций, тогда как объявления о неизменной величине дивидендов воспринимаются рынком нейтрально. Тем не менее, безусловно, увеличение дивидендных выплат следует производить в разумных условиях, позволяющих компании сохранить свои конкурентные преимущества. Авторы продолжают изучение влияния объявлений о выплате дивидендов на развивающихся рынках, в данное время завершается исследование для российского рынка. Это даст возможность провести первое сравнение результатов для двух развивающихся рынков с различными характеристиками.

Несомненно, руководству каждой компании следует принимать во внимание целый ряд факторов — как внешних, так и специфических внутренних, для того чтобы принять решение о выплате дивидендов. Тем не менее результаты данного и других исследований, направленных на тестирование сигнальной теории дивидендов, свидетельствуют о том, что реакция фондового рынка на объявление компании о выплате дивидендов является одним из важнейших факторов, который следует учитывать при принятии решений о распределении свободного денежного потока и доле, направляемой на дивидендные выплаты акционерам. Именно на рынке акций происходят формирование и поддержание рыночной ценности компании. Проведение дивидендной политики, направленной на удовлетворение интересов акционеров, оказывает положительное влияние на ценность компании в долгосрочной перспективе.

Литература

- Рекордные* дивиденды высокотехнологичных компаний обвалили их акции // Lenta.ru. URL: <http://lenta.ru/> (дата обращения: 05.03.2013).
- Теплова Т. В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых // Аудит и финансовый анализ. 2008. Вып. 2. С. 1–15.
- About BSE // Bombay Stock Exchange. 2013. URL: <http://www.bseindia.com/> (дата обращения: 10.03.2013).
- About ITC // ITC. 2013. URL: <http://www.itcportal.com/> (дата обращения: 10.03.2013).
- Aharony J., Swary I. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: an Empirical Analysis // The Journal of Finance. 1980. Vol. 35. N 1. P. 1–12.
- Akbar M., Baig H. Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan // The Lahore Journal of Economics. 2010. Vol. 15. N 1. P. 103–125.
- Akben-Selcuk E., Altioek-Yilmaz A. Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange // International Business Research. 2010. Vol. 3. N 3. P. 126–132.

- Benesh A. G., Keown A. J., Pinkerton J. M.* An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy // *The Journal of Financial Research*. 1984. Vol.7. N 2. P.137–142.
- Biswas J.* Indian Stock Market in Comparison // *Economic and Political Weekly*. 2008. Vol.41. N 18. P.1747–1752.
- Capstaff J., Klaboe A., Marshall A.* Share Price Reaction to Dividend Announcements: Empirical Evidence on the Signaling Model from the Oslo Stock Exchange // *Multinational Finance Journal*. 2004. Vol.8. N 1. P. 115–139.
- Dasilas A., Leventis S.* Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market // *International Review of Economics & Finance*. 2011. Vol.20. N 2. P.302–311.
- Divecha A., Morse D.* Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1983. Vol.18. N 2. P.163–173.
- Easterbrook F.* Two Agency-Cost Explanations of Dividends // *The American Economic Review*. 1984. Vol.74. N 4. P.650–659.
- Eddy A., Seifert B.* Stock Price Reactions to Dividend and Earnings Announcements: Contemporaneous versus Noncontemporaneous Announcements // *The Journal of Financial Research*. 1992. Vol.15. N 3. P.207–217.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B.* Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? // *Journal of Business*. 2002. Vol.75. N 3. P.387–424.
- Indian Securities Market, a Review*. URL: <http://nseindia.com/> (дата обращения: 10.03.2013).
- Irum M., Hassan A., Rafique M.* Effect of Dividend Announcement on Share Prices of Petroleum Industry of Pakistan // *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2012. Vol.2. N 7. P.6503–6511.
- Jensen M.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *The American Economic Review*. 1986. Vol.76. N 2. P.323–329.
- Joshiyura M.* Price and Liquidity Effects of Bonus Announcements: Empirical Evidence from Indian Stock Market // *The Journal of Applied Finance*. 2009. Vol.15. N 11. P.5–23.
- Karim M.* Announcement Effect of Dividend on the Stock Price of Enlisted Companies in Developed Countries: A Comparative Study between London Stock Exchange & New York Stock Exchange // *Social Science Research Network*. 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1624363 (дата обращения: 15.04.2013).
- Kurniasih A., Siregar H.* Market Reaction to the Cash Dividend Announcement: an Empirical Study from the Indonesia Stock Exchange 2004–2009 // *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 2011. Vol.40. P.92–100.
- MacKinlay A.* Event Studies in Economics and Finance // *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol.1. N 35. P.13–39.
- Mahmood Sh., Sheikh M., Ghaffari A.* Dividend Announcements and Stock Returns: an Event Study on Karachi Stock Exchange // *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 2011. Vol.3. N 8. P.972–981.
- Mallikarjunappa T., Manjunatha T.* Stock Price Reactions to Dividend Announcements // *Journal of Management & Public Policy*. 2009. Vol.1. N 1. P.43–56.

- McCluskey T.* Evidence on the Irish Stock Market's Reaction to Dividend Announcements // *Applied Financial Economics*. 2006. Vol. 16. N 8. P. 617–628.
- Miller M., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // *Journal of Business*. 1961. Vol. 34. October. N 4. P. 411–433.
- Miller M., Rock K.* Dividend Policy under Asymmetric Information // *Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. N 4. P. 1031–1051.
- Moneycontrol.* Markets // *Moneycontrol*. 2013. URL: <http://www.moneycontrol.com/> (дата обращения: 10.03.2013).
- National Stock Exchange.* Corporate Announcements // *NSE*. 2013. URL: <http://www.nseindia.com> (дата обращения: 10.03.2013).
- Peterson P.* Event Studies: a Review of Issues of Methodology // *Quarterly Journal of Business and Economics*. 1989. Vol. 3. N 28. P. 36–66.
- Sharma R.* Stock Price Behaviour around Dividend Announcements: an Event Study Methodology // *XIMB Journal of Management*. 2011. Vol. 1. P. 23–32.
- Short H., Zhang H., Keasey K.* The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership // *Journal of Corporate Finance*. 2002. Vol. 8. N 2. P. 105–122.
- Sorensen J., Arveschoug T.* The Informational Content of Dividend Changes: Empirical Evidence from a Small Stock Exchange (Copenhagen Stock Exchange) // *Working Papers Series*. 2004.
- Suwanna Th.* Impacts of Dividend Announcement on Stock Return // *Procedia — Social and Behavioral Sciences*. 2012. N 40. P. 21–725.
- Taneem Sh., Ryerson A.* Information Content of Dividend Announcements: an Investigation of the Indian Stock Market // *International Business & Economics Research Journal*. 2011. Vol. 10. N 5. P. 49–57.
- Vieira E.* Firm-Specific Factors and the Market Reaction to Dividend Change Announcements: Evidence from Europe // *Marmara Journal of European Studies*. 2011. Vol. 19. N 1. P. 1–25.
- Woolridge J., Ghosh C.* Dividend Cuts: Do they Always Signal Bad News? // *Corporate Finance Journal*. 1985. N 3. P. 20–32.

Статья поступила в редакцию 5 ноября 2013 г.