

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

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

РЕАКЦИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА НА ОБЪЯВЛЕНИЯ О ВЫПЛАТЕ ДИВИДЕНДОВ: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9

В статье изучается реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов компаний, торговавшихся с 2010 по 2012 г., в период после финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. В выборку исследования вошли российские компании, акции которых активно обращались на бирже РТС (с 2012 г. — на объединенной Московской бирже) и которые регулярно осуществляли выплату дивидендов по обыкновенным акциям в указанный период. Анализ показал, что в отличие от результатов, полученных по индийскому рынку*, в России в рассматриваемый период рынок в среднем отрицательно реагировал на объявления компаний как о возросшей, так и о сократившейся величине дивидендов. Основываясь на специфике развития и современном состоянии российского фондового рынка, особенностях выплаты дивидендов российскими компаниями, авторы подробно рассматривают причины подобной реакции инвесторов, а также проводят сопоставление результатов, полученных по двум развивающимся рынкам.

Ключевые слова: объявления о выплате дивидендов, реакция рынка акций, российский фондовый рынок, метод анализа событий.

RUSSIAN STOCK MARKET REACTION TO DIVIDEND ANNOUNCEMENTS: EMPIRICAL STUDY

I. V. Berezinets, L. A. Bulatova, Yu. B. Ilina, M. V. Smirnov

St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

The article studies reaction of the Russian stock market to dividend announcements of companies, traded at the period of 2010–2012, in the

Исследование проведено при поддержке гранта Санкт-Петербургского государственного университета (шифр проекта 16.23.1696.2014).

* См. опубликованное ранее исследование: [Березинец, Булатова, Ильина, 2013].

aftermath of the financial and economic crisis of 2008–2009. The study sample includes Russian companies whose shares were actively traded on the RTS (since 2012 — on the combined Moscow exchange), and who regularly paid dividends on ordinary shares during the period. The analysis evidenced that in contrast to the results obtained previously for the Indian market in Russia during the study period the market on average reacted negatively to the announcement of decreased, as well as increased amount of dividends. Based on the development and current state of the Russian stock market, specifics of dividend payments of Russian companies, the article examines in detail the reasons for such a reaction, and also compares the results obtained for the two emerging markets.

Key words: dividend announcements, stock market reaction, Russian stock market, event study analysis.

ВВЕДЕНИЕ

Изучение восприятия рынками капитала решений компаний о распределении свободного денежного потока между инвестициями и дивидендными выплатами акционерам является одним из заметных направлений исследований в сфере корпоративных финансов и корпоративного управления. Линтнер [Lintner, 1956] одним из первых затронул вопрос о важности решений о дивидендных выплатах для менеджмента компаний и возможности поддерживать высокий уровень дивидендов. М.Миллер и Ф.Модильяни [Modigliani, Miller, 1958; Miller, Modigliani, 1961] сформулировали условия, при которых финансовые решения компаний, в том числе относительно дивидендных выплат, не влияют на цены акций. Как было доказано впоследствии, такие условия в реальности отсутствуют. Поэтому проблематика потенциального влияния подобных решений на цену акций компаний является актуальной и уже с 1970-х гг. занимает серьезное место в исследованиях в области финансов.

Одним из ключевых вопросов является оценка наличия сигнального эффекта дивидендных выплат компании для инвесторов. В своей классической постановке сигнальная теория дивидендных выплат предполагает, что участники фондового рынка рассматривают дивидендные выплаты (изменение их относительной величины) в качестве сигнала о будущих доходах компании. Изначально эта теория была выдвинута и тестировалась применительно к развитым рынкам капитала в соответствующей институциональной среде, характеризующейся значительным присутствием компаний с распыленной собственностью, наличием информационной асимметрии между менеджментом и акционерами. По мере развития «быстроразвивающихся» (emerging) экономик все большее внимание стало уделяться анализу реакции фондовых рынков этих стран на дивидендную политику компаний, изучению специфики поведения инвесторов в условиях нестабильных, неравномерно развивающихся экономик.

Говоря о сигнальной теории дивидендных выплат, нельзя не отметить работу [Miller, Rock, 1985], одну из основополагающих в данной области. В ней на модельном уровне были проанализированы возможные сигнальные эффекты дивидендов. Авторы показали возможность использования объявлений о величине дивидендных выплат в условиях асимметрии информации между инсайдерами (менеджерами) и аутсайдерами (акционерами-инвесторами) компании в качестве косвенного сигнала о вероятной будущей результативности компании (ее денежных потоках). Было отмечено, что дивидендные выплаты как сигнал имеют большее значение для фирм, действительно способных приносить «хорошие новости» с точки зрения будущих результатов деятельности. В этом случае издержки на сигнализирование через рост дивидендных выплат являются допустимыми. При небольшом уровне инвестиций возможно создание у участников рынка позитивного ожидания о будущих доходах компании, способных обеспечить высокие дивиденды в дальнейшем.

В то же время в [Easterbrook, 1984] потенциальная роль дивидендных выплат как сигнала для инвесторов рассматривалась критически. В качестве альтернативы для объяснения природы и роли дивидендных выплат компаний выдвигался «агентский подход», логика которого подразумевала, что дивиденды следует рассматривать в качестве инструмента ограничения власти топ-менеджмента компаний и их потенциальных возможностей по разрушению ценности для акционеров. В модели ограничение величины свободных средств, остающихся в распоряжении топ-менеджмента, заставляло бы его работать под более жестким контролем со стороны поставщиков капитала с финансовых рынков. В конечном итоге это способствовало бы созданию выгод для акционеров. В перспективе данный подход напрямую связывал дивидендные выплаты, управление свободным денежным потоком и существование различных по своим инвестиционным перспективам компаний — «переинвестированных» и «недоинвестированных», оцениваемых, например, по показателю *Tobin's Q*.

В ряде эмпирических работ уже в 1980-е гг. (см., напр.: [Aharony, Swamy, 1980; Divecha, Morse, 1983]) было показано, что объявления о дивидендных выплатах влияют на цены акций компаний. В то же время полученные авторами результаты оценки направленности, силы и специфики такого влияния различались. Так, в статье [Lang, Litzenberger, 1989] сравнительной оценке подверглись: (1) сигнальная теория влияния дивидендных выплат (*cash-flow signaling theory*); и (2) теория свободного денежного потока (*free cash-flow theory*) («переинвестирования»). Логика объяснения эффекта дивидендных выплат в рамках второго подхода заключается в том, что рост дивидендных выплат в фирмах с относительно низким *Tobin's Q* (обычно при уровне менее 1) будет ограничивать переинвестиро-

вание (условно говоря, вложения в инвестпроекты с отрицательным NPV) и, таким образом, существенно влиять на оценку фирмы рынком. В свою очередь, для фирм с относительно высоким *Tobin's Q*, еще не вошедших в фазу переинвестирования, подобного сильного эффекта наблюдаться не будет — рынок не рассматривает изменения в их дивидендных выплатах в качестве существенно влияющих на инвестиционную политику компании. Соответственно, для таких компаний влияние объявлений о росте дивидендов будет менее выраженным. Результаты проведенного в [Lang, Litzenberger, 1989] анализа свидетельствовали скорее в пользу теории свободного денежного потока.

Позднее, в статье [Yoon, Starks, 1995], на данных Нью-Йоркской фондовой биржи по 3748 объявлениям об увеличении дивидендных выплат и 431 объявлению — об их снижении (рассматривались изменения не менее чем на 10%) были найдены подтверждения уже скорее в пользу сигнальной теории дивидендных выплат. При этом авторы показали, что фирмы, увеличившие дивидендные выплаты в течение трех последующих лет, увеличивали свои капитальные инвестиции, и наоборот.

В статье [Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002] проблематика информационного наполнения новостей об изменении величины дивидендных выплат рассматривалась на большой выборке компаний американского фондового рынка в период с конца 1960-х до начала 1990-х гг. С одной стороны, авторами было показано, что в краткосрочном периоде (три дня после даты объявления о дивидендных выплатах) отмечалась значимая реакция рынка на объявления о дивидендных выплатах и сигнальная теория подтверждалась. Кроме того, наблюдалось снижение уровня систематического риска для компаний, объявляющих о росте дивидендных выплат. С другой стороны, были получены свидетельства того, что на промежутке длиной в несколько лет фирмы, повысившие дивидендные выплаты, не увеличивают свои капитальные расходы и сталкиваются с уменьшением прибыльности. Тем самым предположение сигнальной теории о том, что увеличение дивидендных выплат несет рынку определенную информацию о повышении будущих доходов компании, не вполне подтвердилось. Таким образом, при проверке сигнальной теории дивидендных выплат на рынке США, самом емком и информационно прозрачном, в разные периоды времени были получены достаточно противоречивые результаты. Разнородны и результаты исследований на других рынках.

В частности, в [Karim, 2010; Viera, 2011] было обнаружено весьма ограниченное подтверждение сигнальной теории дивидендных выплат для стран с развитыми фондовыми рынками (Великобритании, Франции, Португалии) для последних, в том числе кризисных, лет. Исследования, проводившиеся на развивающихся рынках капитала — Турции [Akben-

Selcuk, Altioek-Yilmaz, 2010], Индии [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011], Китая [Chen, Liu, Huang, 2009; Hu, Ahmed, 2010], Пакистана [Mahmood, Sheikh, Ghaffari, 2011], Южной Африки [Coetzee, de Wet, 2014], — чаще свидетельствуют о том, что реакция рынка скорее соответствует «предсказаниям» сигнальной теории. В частности, в работе [Березинец, Булатова, Ильина, 2013] на примере индийского фондового рынка были получены аргументы в пользу сигнальной теории — рынок в среднем положительно реагировал на рост дивидендных выплат компании по сравнению с предыдущим периодом, негативно — на снижение дивидендных выплат и не реагировал — на объявления о неизменной величине дивидендов. В то же время в [Hu, Ahmed, 2010] на примере китайского рынка было показано, что подтверждения могут касаться, например, лишь случая роста дивидендных выплат. Как отмечалось, существуют и исследования, результаты которых противоречат классической постановке сигнальной теории.

Анализ реакции отечественного фондового рынка на объявления о выплате дивидендов российскими компаниями в 2010–2012 гг. (т. е. в период после финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.), предлагаемый в данной статье, дает возможность сравнить реакцию инвесторов на дивидендные объявления российских компаний в посткризисный период с периодом активного докризисного роста и кризисным периодом (см., напр.: [Теплова, 2008; 2011]), сделать важные выводы относительно специфики поведения инвесторов на российском рынке акций, а также сравнить полученные результаты с выводами исследования по рынку Индии [Березинец, Булатова, Ильина, 2013].

Статья построена следующим образом. Сначала рассматривается ряд характерных черт российского фондового рынка и дивидендных выплат российских компаний. Кроме того, приводятся четыре примера реакции фондового рынка на дивидендные объявления российских компаний. Затем формулируются гипотезы, описывается выборка исследования, демонстрируются результаты проведенного анализа. После этого обсуждаются полученные результаты, в частности различия реакции российского и индийского рынков на дивидендные объявления компаний. В заключении формулируются общие выводы исследования.

ОСОБЕННОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА И ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

По оценке экспертов, российский рынок акций, который начал формироваться с конца 1994 г. на завершающем этапе первой, «ваучерной», фазы приватизации, в середине переходного для России периода от плановой к рыночной экономике, по размеру рыночной капитализации является од-

ним из крупнейших развивающихся фондовых рынков [Goriaev, Zabotkin, 2006; Kinnunen, 2013] и крупнейшим фондовым рынком среди стран Центральной и Восточной Европы (CEE) [Lucey, Voronkova, 2008]. Как и другие рынки стран с переходными и развивающимися экономиками, отечественный рынок представляет собой среду, существенно отличающуюся от той, которая имеет место на рынках развитых стран. Эта среда определяется особыми институциональными, правовыми, культурными, экономическими, политическими, социальными и иными условиями и обуславливает существенные отличия отечественного рынка от развитых рынков, которые эксперты признают стабильными и эффективными (как, например, рынок США) [Kinnunen, 2013].

Относительно короткая история развития российского рынка изобилует яркими экономическими и политическими событиями, существенно влияющими на настроения и поведение инвесторов. Фондовый рынок России развивался динамично, и уже к 2005 г. его капитализация достигла 600 млрд долл., что составляло 80% ВВП. Во многом это стало возможным благодаря высокой доходности операций, сопровождавшейся, впрочем, и высокой волатильностью [Goriaev, Zabotkin, 2006]. При этом следует отметить значительный уровень концентрации рынка по капитализации — доля первых 10 компаний в общей величине капитализации рынка составляла в 2005 г. 78%, к 2013 г. этот показатель несколько снизился — до 62%. Имеет место значительное отраслевое смещение в сторону нефтегазового сектора, металлургии и электроэнергетики. Среди упомянутых десяти компаний семь представляют нефтегазовый сектор и одна — металлургию. Доля компаний этих отраслей в суммарной капитализации фондового рынка в последние годы составила около 70%. В 2013 г. на компании нефтегазовой отрасли приходилось 51,8% совокупной капитализации российского рынка, на финансовые компании — 15, на металлургию — 7,7, на связь — 6,5, на электроэнергетику — 4,6% (см.: [Российский фондовый рынок: 2013...]).

Одной из специфических черт российского фондового рынка является зависимость его индикаторов от цен на товарных рынках и прежде всего — цен на нефть [Goriaev, Zabotkin, 2006; Kinnunen, 2013]. К другим характеристикам рынка относятся динамичность, волатильность объемов торгов, существенные ценовые аномалии.

К структурным проблемам, характерным для российского фондового рынка, следует отнести потенциально низкую диверсификацию вложений. При том что за годы его развития значительно выросло число листингуемых компаний, рынок до сих пор предлагает достаточно ограниченный набор ликвидных инструментов для инвестирования. Несмотря на то что уже в конце 1990-х гг. число компаний, прошедших листинг, превышало

300, количество ликвидных эмитентов, для которых было зарегистрировано наличие ежедневных торгов, варьировалось в 2000–2005 гг. от 20 до 60. После 2006 г., характеризующегося всплеском активности на рынке IPO, число торгуемых компаний несколько возросло. Одним из следствий низкой ликвидности является то, что акции многих компаний, включенных в котировальные списки российских бирж, недооценены в связи с отсутствием объективных критериев оценки данных акций. По некоторым оценкам, например, акции большинства компаний потребительского сектора в России стоят на 25–50% дешевле, чем акции аналогичных компаний в других странах БРИК [Потребительский рынок в РФ..., 2013].

Что касается доходности российского рынка акций, следует отметить несколько важных периодов в развитии рынка. Рассчитываемый с 1995 г. основной индикатор состояния рынка — индекс РТС — достиг своего пика в 1997 г. на общей волне интереса инвесторов к фондовому рынку как новому явлению в экономике, возникшему после завершения ваучерной приватизации и правительственных залоговых аукционов. Далее рынок пережил обновление в период активного изменения структур собственности компаний и становления «инсайдерской» модели корпоративного управления.

Будучи незрелым и еще не интегрированным в мировое финансовое пространство, рынок подвергся негативному влиянию кризиса на азиатских финансовых рынках в 1997–1998 гг. Фондовый индекс значительно снизился в 1998 г., в том числе под влиянием политического и экономического кризиса в России 1998–1999 гг., сопровождавшегося дефолтом по государственным долговым обязательствам августа 1998 г. и последовавшей девальвацией национальной валюты.

После 1998 г. значительно изменилась структура рынка, в которой существенную роль стали играть торги на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ). Значительную долю рынка составляли торги депозитарными расписками на зарубежных площадках. Несмотря на это, потребовалось около шести лет для того, чтобы возраставший с 1999 г. индекс РТС вернулся к предкризисному уровню и продолжил далее свой рост до 2008 г. После событий 1998 г. доверие иностранных инвесторов к российскому рынку было значительно подорвано и объем торгов к 1999 г. на рынке снизился на 84% по сравнению с 1997 г., показав рекордный минимум. С этого времени рынок стал носить в основном спекулятивный характер, что и помогало его разогреву. Тем не менее индекс РТС за 1999 г. упал на 20%. Во многом это происходило за счет падения цен на акции «голубых фишек», в том числе по причине падения цен на нефть на мировых рынках [Lucey, Voronkova, 2008].

По мере становления отечественного рынка все большее влияние на его поведение оказывали мировые фондовые и кредитные рынки, в частности рынок США [Anatolyev, 2008]. Этому способствовал и рост доступ-

ности российских акций для иностранных инвесторов с середины 2000-х гг. прежде всего благодаря процессам листинга на зарубежных фондовых биржах. Большинство компаний осуществляли так называемый кросс-листинг, т.е. выход на иностранный рынок при одновременном наличии торгов на отечественных торговых площадках. Другие компании привлекали капитал посредством выпуска депозитарных расписок на зарубежных биржах без осуществления листинга на российском рынке (из последних примеров можно отметить IPO компании «Лента»). Несмотря на наличие реакции рынка на мировые экономические и политические события и его взаимосвязь с поведением зарубежных рынков, необходимо отметить, что не всегда российский рынок следовал за развитыми рынками капиталов в поведении игроков и динамике доходности. Например, в 2001–2003 гг. индекс РТС рос, несмотря на замедление на американском фондовом рынке и финансовую и политическую нестабильность, оказавшую давление на латиноамериканские рынки акций. Дело ЮКОСа, подорвавшее доверие иностранных инвесторов к инвестициям в России, оказало давление на рынок, однако вследствие роста цен на акции «голубых фишек» рынок по итогам 2003 г. оказался в плюсе [Lucey, Voronkova, 2008]. После 2005 г. наблюдался рост индекса практически до мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., после которого рынок так и не оправился прежде всего из-за влияния негативных экономических и политических факторов.

Поведение и реакция инвесторов на те или иные события, уровень развития фондового рынка во многом зависят от качества корпоративного управления. Российский рынок характеризуется в целом низким уровнем корпоративного управления в компаниях (см., напр.: [Bekaert, Harvey, Lundblad, 2007; Black, Love, Rachinsky, 2006]). Согласно исследованию Global Investor Opinion Survey, проведенному специалистами McKinsey, инвесторы готовы платить до 41% премии к цене акций компаний с качественно построенной системой корпоративного управления. По оценкам международных экспертов, российские ценные бумаги значительно недооценены по сравнению с инструментами компаний других развивающихся рынков [Глазунов, 2011]. С точки зрения характеристик корпоративного управления торгуемых российских компаний Россия находится ближе всего к «инсайдерской» модели; уровень концентрации собственности в большинстве российских компаний все еще остается весьма высоким [Долгопятова, 2007], что можно объяснить с позиций «правовой» теории корпоративного управления. Согласно этой теории, высококонцентрированная собственность характерна для стран, где права миноритарных акционеров недостаточно защищены (см., напр.: [La Porta et al, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer, 1999]). Это выражается в весьма высокой вероятности конфликта интересов мажоритарных собственников и групп миноритарных акционеров, подвер-

женных риску нарушения их прав. Это напрямую затрагивает и проблематику дивидендной политики компаний.

В таких условиях компании, нуждающиеся в привлечении средств с рынков капитала, могут оказаться перед необходимостью подачи определенных сигналов, демонстрирующих их «позитивное» отношение к поставщикам капитала. Одним из инструментов такого сигнализирования являются регулярные дивидендные выплаты. В классической статье [La Porta et al., 2000] при анализе факторов, определяющих дивидендную политику компании при разных уровнях защиты прав акционеров, проводится различие между «результативной моделью» и «моделью замещения». Последняя описывает ситуацию, когда инсайдеры компании ориентируются на создание «дивидендной репутации» перед потенциальными инвесторами в условиях проблем с защитой прав акционеров в национальном законодательстве и/или слабой практики правоприменения.

Статистика дивидендных выплат российских компаний свидетельствует о том, что в своем большинстве акционерные общества придерживаются практики выплат дивидендов один раз в год без промежуточных выплат. Так, в течение 2012 г. по обыкновенным акциям за I квартал дивидендные выплаты осуществляли 11 компаний, за полугодие — 19 компаний, за 9 месяцев — 18 компаний, за год — 109 компаний, всего же дивидендные выплаты по обыкновенным акциям производили 119 компаний [Российский фондовый рынок: 2013, с. 23]. Общая доля средств, направляемых на выплату дивидендов, исторически была заметно меньше по сравнению с компаниями как развитых рынков капитала (США и Европы), так и развивающихся рынков (рис. 1). По уровню же средней дивидендной доходности российский фондовый рынок на протяжении 2000-х гг. демонстрировал умеренно-средние результаты с заметным ростом данного показателя в последние годы (рис. 2, 3). Если по итогам 2009 г. для компаний индекса ММВБ показатель дивидендной доходности составлял 1,1%, то по итогам 2012 г. он вырос до 3,7% [Дивидендный сезон 2014..., 2013].

Рост дивидендной доходности, наблюдаемый на промежутке 2010–2012 гг., при сохраняющемся низком приросте стоимости акций, стал возможен благодаря высоким дивидендным выплатам, осуществляемым эмитентами. До кризиса 2008–2009 гг. дивидендная доходность практически не учитывалась инвесторами, так как была ничтожно мала по сравнению с доходностью от прироста стоимости акций [Гайдаев, 2014]. Значительная доля компаний отказалась от выплаты дивидендов в 2008 г., а затем и в 2009 г., что можно объяснить падением чистой прибыли компаний, а также неопределенностью относительно будущей экономической ситуации и нестабильностью финансового состояния. Так, в 2007 г. суммарный объем дивидендных выплат, приходящийся на 62 крупнейшие российские компа-

нии, составил 21,7 млрд долл., тогда как в 2008 и 2009 гг. величина общих дивидендных выплат упала до 19,2 и 16 млрд долл. соответственно. После 2009 г. на рынке наблюдалась существенная волатильность, по причине влияния ряда негативных факторов цены не выходили на новые уровни. Дивидендная доходность постепенно повышалась и к 2012 г. стала сопоставимой с доходностью от роста цен акций, а в ряде случаев и превосходила ее. В 2010–2011 гг. суммарный объем дивидендных выплат вернулся к предкризисному состоянию и даже превысил его, составив 22,3 и 28,8 млрд долл. соответственно [События и рынки, 2013].

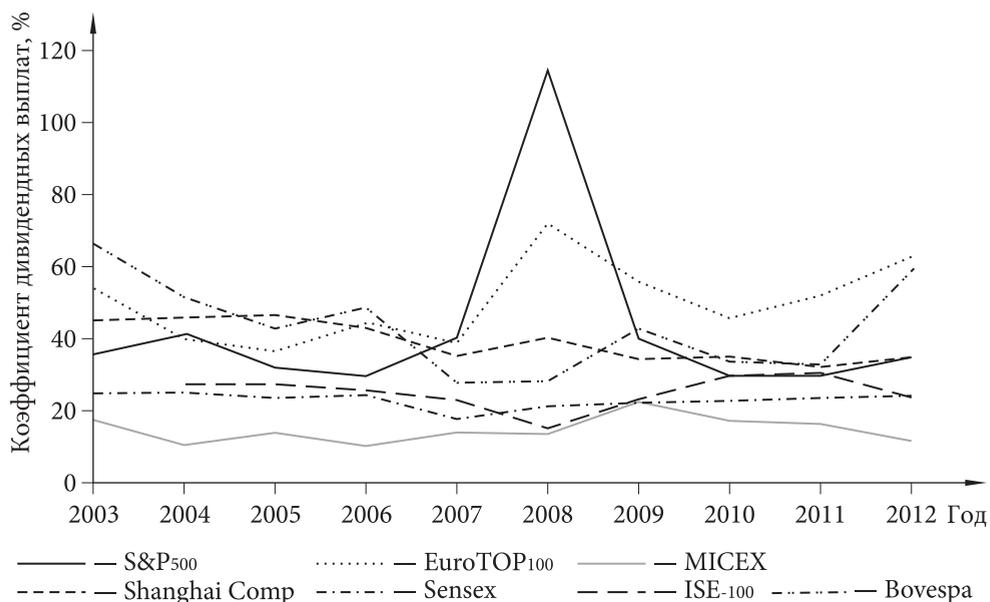


Рис. 1. Динамика коэффициента дивидендных выплат: фондовые рынки России и других стран

Источник: [Дивидендный сезон 2014..., 2013].

Тем не менее даже при наблюдаемом росте на рассматриваемом нами промежутке дивидендная доходность все еще находилась на достаточно низком уровне, поэтому инвесторы могли не придавать серьезного значения росту дивидендных выплат. В определенные периоды, однако, имели место всплески цен на акции в связи с позитивными событиями, повлиявшими на рынок. Так, в апреле 2010 г. индекс ММВБ достиг рекордного за два года максимума на фоне повышения цен на нефть и драгоценные металлы, а также позитивных прогнозов роста российской экономики со стороны международных банков. В то же время прибыли компаний за 2009 г. заметно понизились. Таким образом, ожидания устойчивого роста цен акций не сформировались,

что и продемонстрировала дальнейшая динамика рынка, когда цены отскочили вниз и более не возвращались к достигнутому максимуму.

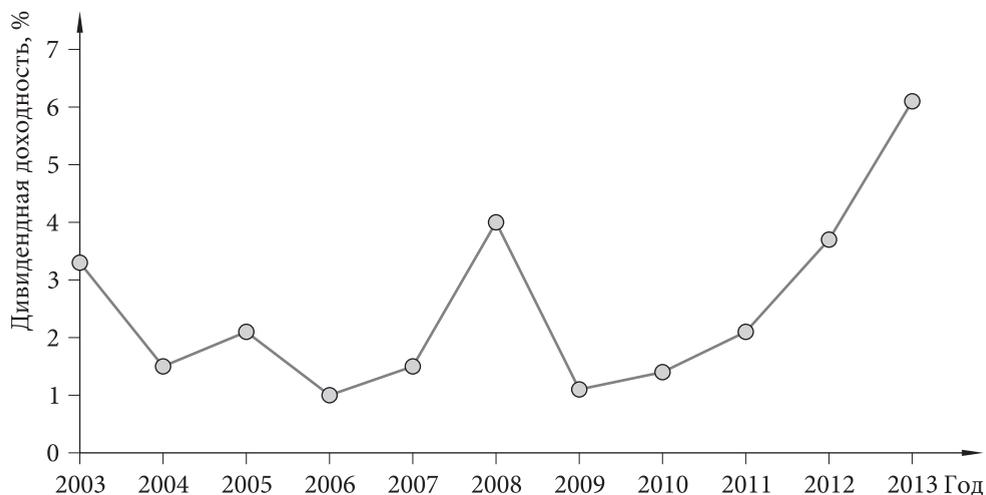


Рис. 2. Динамика дивидендной доходности по индексу ММВБ

Источники: [Дивидендный сезон 2014..., 2013].

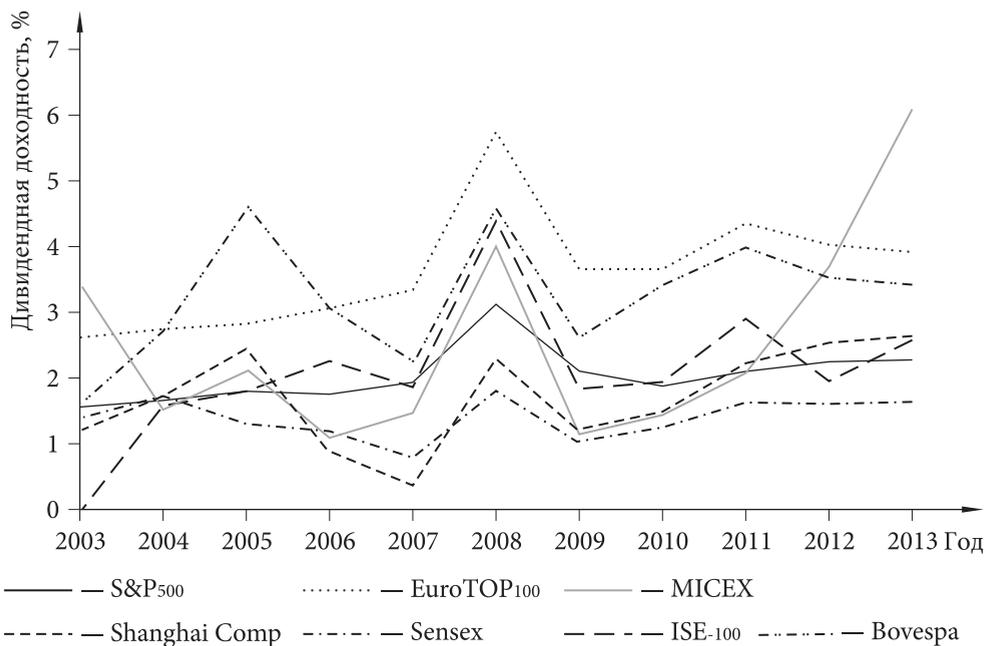


Рис. 3. Динамика дивидендной доходности: фондовые рынки России и других стран
Источники: [Дивидендный сезон 2014..., 2013].

Что касается отраслевой специфики дивидендных выплат, то в последние годы на российском рынке группу акций, характеризующихся высокой ликвидностью и устойчивыми дивидендными выплатами, в основном составляют акции компаний нефтегазового, энергетического и телекоммуникационного секторов. Данные о дивидендных выплатах российских компаний за последние три года свидетельствуют о том, что на компании нефтегазового сектора приходится практически 83% всех дивидендных выплат в России [Про рынок, 2013]. Так, по некоторым оценкам, доля ОАО «Башнефть» в совокупном объеме дивидендов, выплаченных компаниями в 2013 г., достигла 20,6%, ОАО «ЛУКОЙЛ» — 17,2, ОАО «ГМК Норильский никель» — 15,9, ОАО «Газпром нефть» — 8,8% [Российский фондовый рынок: 2013]. Регулярная выплата дивидендов держателям акций компаний этих отраслей могла объясняться значительной потребностью компаний нефтегазового сектора в привлечении инвестиций, в том числе с зарубежных рынков капитала. Можно сказать, что нефтегазовые компании стремились работать на формирование имиджа регулярно выплачивающих дивиденды акционерных обществ.

Традиционно невысокой была дивидендная доходность компаний потребительского сектора, которая по итогам распределения прибыли 2011 г. составила в среднем 1,8% (для сравнения: дивидендная доходность компаний нефтегазового сектора в 2010 г. достигла в среднем 5,5%) [Дивидендный монитор, 2013]. Почти 90% суммарных дивидендных выплат этого сектора пришлось на компанию ОАО «Балтика», которая находится на стадии развития, не требующей высоких капитальных затрат [Дивидендный монитор, 2013]. Часть компаний потребительского сектора и вовсе отказывается от выплаты дивидендов, например, ОАО «Дикси», ОАО «Разгуляй» и др.

На эффективном рынке следовало бы ожидать негативной реакции инвесторов на отказ компании от выплаты дивидендов, на снижение дивидендных выплат и, наоборот, положительной реакции рынка — на рост дивидендов. Согласно концепции эффективности рынка капиталов (см., напр.: [Fama, 1991]), на эффективном рынке вся публично доступная информация отражается в ценах акций (при сильной форме эффективности даже инсайдерская информация отражается в ценах). Однако, опираясь на специфические черты и поведение российского рынка акций, можно сделать предположение о весьма низкой его эффективности, что и подтверждается проведенными исследованиями. Так, в работе [Terence, Cheng, Wong, 2009] было показано, что российский фондовый рынок является наименее эффективным из всех рынков стран БРИК (наиболее эффективный — фондовый рынок Бразилии). В работе [Mobarek, Fiorante, 2014] приведены результаты ряда исследований, во многих из которых найдены подтверждения существования слабой формы эффектив-

ности на целом ряде развивающихся рынков¹. Слабая форма эффективности является пререквизитом существования средней и сильной форм, поэтому ее наличие создает условия повышения эффективности рынков. Авторы [McGowan, Ibrahim, 2009] отвергли существование данной формы эффективности для российского рынка на основании исследования российского фондового индекса за 1993–2005 гг., однако позднее в работе [McGowan, 2011] были найдены свидетельства в пользу наличия эффективности на более поздней стадии развития рынка после 2000 г. В исследовании [Mobarek, Fiorante, 2014] приведены доказательства повышения эффективности российского фондового рынка в посткризисный период. Отметим, что результаты исследований существенно расходятся в зависимости от периода тестирования рынка и применяемой методологии. Например, в работе [Abrosimova, Dissanaik, Linowski, 2007] при изучении отечественного рынка за 1995–2001 гг. было показано, что рынок может считаться слабо эффективным, но только при использовании ежемесячных данных о доходности акций.

В России находят свое отражение такие описанные в литературе атрибуты неэффективного рынка, как избыточная реакция (*overreaction*) и недостаточная реакция (*underreaction*) рынка на происходящие события. Например, избыточная реакция инвесторов на высокие прибыли компаний в прошедшие годы может служить причиной высоких цен акций при проведении IPO или дополнительных размещений. При этом во многих случаях за ростом прибыли следовало падение темпов ее роста или даже снижение размера в последующие периоды [Fama, 1998]. Согласно Ю. Фаме, который приводит примеры реакции цен акций со ссылкой на многочисленные исследования, подобная реакция фондового рынка на такие события, как рост прибыли, выступает одним из проявлений ценовых аномалий на неэффективном рынке. Цены «правильно» реагируют лишь с опозданием. Например, цены акций «отвечают» на прибыль лишь через год после того, как прибыль была объявлена, а на момент объявления может иметь место недостаточная или избыточная реакция цен. Применительно к изучаемой в данной статье проблеме реакции рынка на объявления о выплатах дивидендов в [Michaely, Thaler, Womack, 1995] были обнаружены проявления недостаточной реакции цен акций: рынок недооценивает негативное влияние объявления о выплатах дивидендов и таким же образом переоценивает позитивные сигналы от инициирования выплаты дивидендов компаниями.

На российском рынке на протяжении ряда лет имела место низкая дивидендная доходность акций. Этот факт мог привести к тому, что при по-

¹ Слабая форма эффективности рынка капиталов характеризуется тем, что будущие цены акций не зависят от поведения цен в прошлом, поскольку информация о прошлом поведении цен уже отражена в текущих ценах акций [Fama, 1970].

вышении дивидендов инвесторы сразу не реагировали на данное событие, и цены акций не росли вслед за объявлением о таком повышении. Требовался определенный период времени для того, чтобы инвесторы отреагировали позитивно, и данное событие отразилось в цене акций.

Представленные в данной части работы анализ российского фондового рынка и предположения о его низкой эффективности будут использованы в дальнейшем для интерпретации полученных результатов исследования.

Прежде чем перейти к формулировке гипотез исследования, приведем примеры объявлений российских компаний о величине выплачиваемых дивидендов (выше или ниже уровня предшествующего года) и последующей реакции рынка (наличии положительной или отрицательной избыточной доходности), имевших место на исследуемом промежутке времени.

ДИВИДЕНДНЫЕ ОБЪЯВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: ПРИМЕРЫ РЕАКЦИИ ФОНДОВОГО РЫНКА

Отметим, что в рамках исследования не рассматриваются случаи объявлений о неизменной величине дивиденда, поэтому возможны следующие варианты реакции фондового рынка на объявления компаний о дивидендных выплатах: «рост дивидендных выплат — возникновение положительной избыточной доходности акций компании»; «рост дивидендных выплат — возникновение отрицательной избыточной доходности акций компании»; «снижение дивидендных выплат — возникновение положительной избыточной доходности акций компании»; «снижение дивидендных выплат — возникновение отрицательной избыточной доходности акций компании».

ОАО «М.Видео»: «Рост дивидендных выплат — положительная избыточная доходность». Для компании ОАО «М.Видео» в 2012 г. наблюдался резкий рост накопленной избыточной доходности в день, следующий за днем объявления о росте дивидендных выплат (рис. 4). Инвесторы, вероятно, восприняли повышение дивидендов как сигнал о стабилизации прибылей, улучшении финансового состояния компании. Действительно, в 2011 г. чистая прибыль компании «М.Видео» возросла в 1,3 раза по сравнению с 2010 г. и затем в 2012 г. показала колоссальный рост относительно 2011 г. — более чем в 6 раз.

ОАО «Нижнекамскнефтехим»: «Рост дивидендных выплат — отрицательная избыточная доходность». В случае ОАО «Нижнекамскнефтехим» заметно резкое снижение накопленной избыточной доходности на следующий день после объявления о величине дивидендных выплат в 2012 г. (рис. 5). Объявление компании «Нижнекамскнефтехим» об их увеличении в 2012 г. могло быть воспринято инвесторами как негативный сигнал об отсутствии возможностей осуществления эффективных инвестиций в развитие бизнеса.

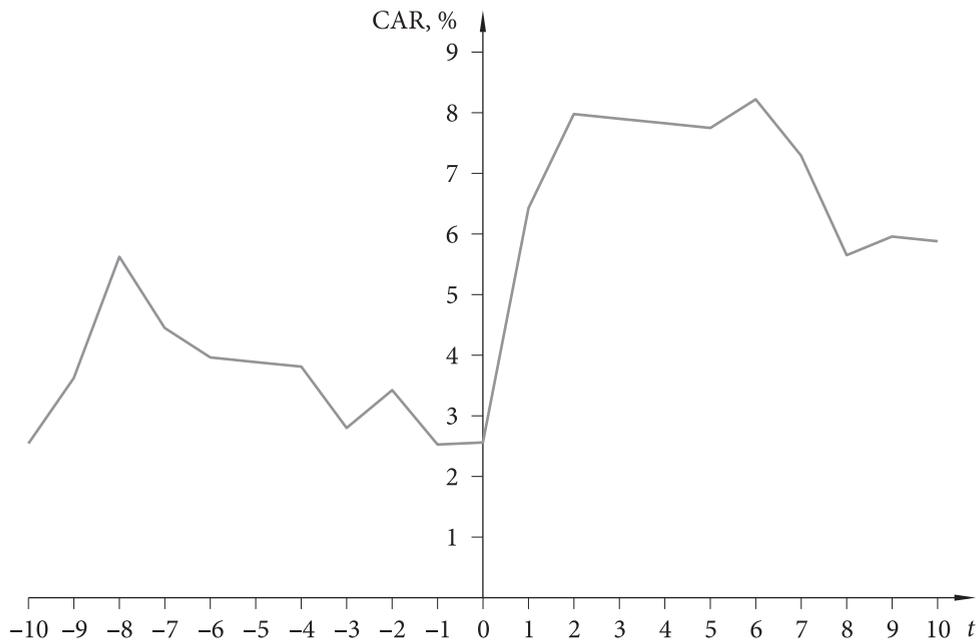


Рис. 4. Реакция рынка на объявление о дивидендных выплатах компании «М.Видео», 2012 г.

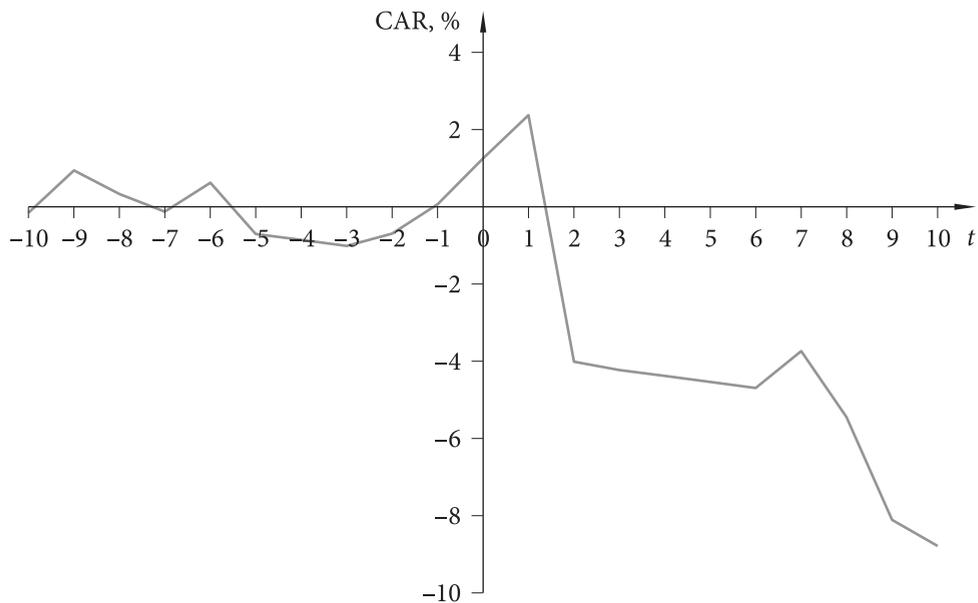


Рис. 5. Реакция рынка на объявление о дивидендных выплатах компании «Нижнекамскнефтехим», 2012 г.

ОАО «Норильский никель»: «Снижение дивидендных выплат — положительная избыточная доходность». Объявление компании «Норильский никель» в 2010 г. о сокращении дивидендных выплат стало положительным сигналом для рынка (рис. 6). Кризисный 2009 г. оказался тяжелым для компании: продажи упали примерно на 20%, при этом чистая прибыль сократилась более чем в 4 раза. Возможно, именно в связи с финансовыми трудностями, которые компания переживала в 2009 г., сокращение дивидендов было воспринято инвесторами положительно с точки зрения обеспечения ее устойчивого функционирования: график накопленной избыточной доходности это демонстрирует (заметен рост, начиная с дня объявления).

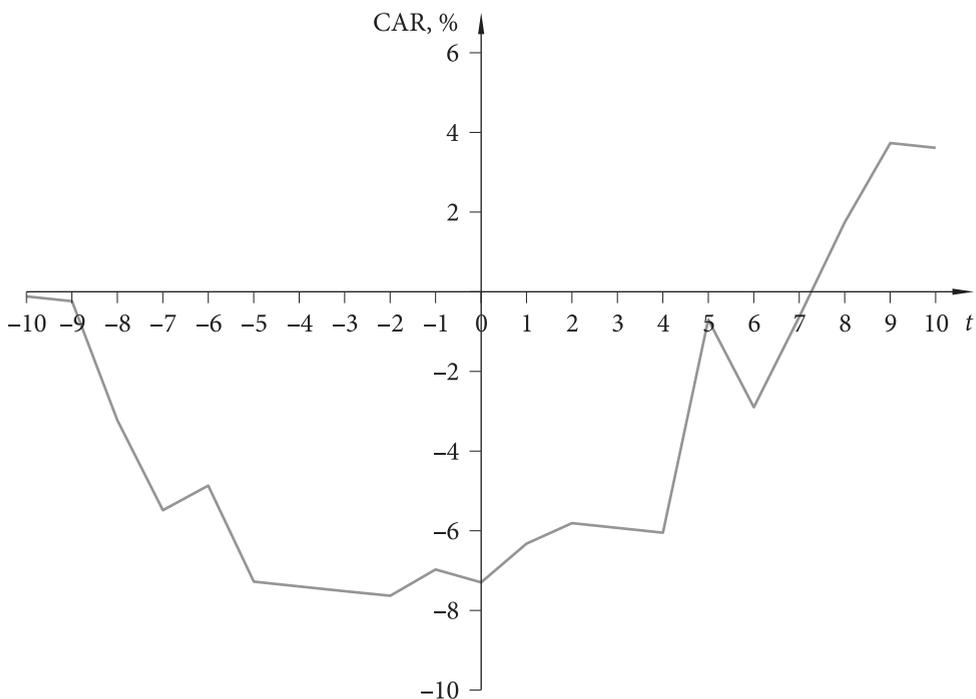


Рис. 6. Реакция рынка на объявление о дивидендных выплатах компании «Норильский никель», 2010 г.

ОАО «Газпром нефть»: «Снижение дивидендных выплат — отрицательная избыточная доходность». Компании нефтегазового сектора традиционно являются источниками стабильного дохода в глазах участников фондового рынка. Снижение дивидендов по результатам деятельности компании «Газпром нефть» за 2009 г. — почти на 40% в 2010 г. по сравнению с 2009 г. — негативно отразилось на настроении инвесторов.

Объявление компании о существенном сокращении величины дивиденда на обыкновенную акцию привело к уменьшению величины накопленной избыточной доходности в окне события (рис. 7). Даже в период финансово-экономического кризиса компания «Газпром нефть» воспринималась инвесторами как «денежная корова» (дивидендная доходность акций компании ОАО «Газпром нефть» в течение последних пяти лет остается на стабильно высоком уровне; в среднем дивидендная доходность по обыкновенным акциям компании ОАО «Газпром нефть» в 2008–2012 гг. составила 4,034% [СКРИН, 2013]).

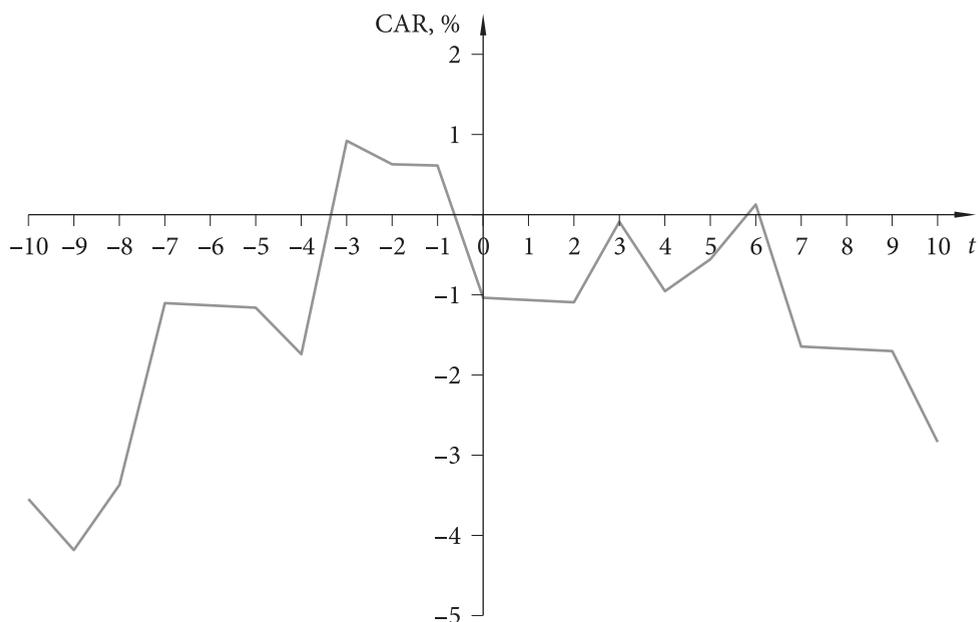


Рис. 7. Реакция рынка на объявление о дивидендных выплатах компании «Газпром нефть», 2010 г.

Следует отметить, что, согласно Положению о дивидендной политике ОАО «Газпром нефть», минимальный размер годовых дивидендов по акциям составляет 15% от чистой прибыли компании, определяемой в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета (US GAAP). История дивидендных выплат компании демонстрирует, что за последние пять лет средний размер дивидендных выплат в процентном выражении от чистой прибыли составил 21,8% и при этом не опускался ниже 20%. Кроме того, компанией закреплен принцип обеспечения положительной динамики величины дивидендных выплат при условии роста чистой прибыли [Дивиденды, 2013].

Итак, рассмотренные примеры демонстрируют, что в 2010–2012 гг. имели место все указанные случаи реакции рынка на объявления компаний о величине дивидендных выплат. Какая же реакция наблюдалась в среднем по рынку на исследуемом временном промежутке?

ГИПОТЕЗЫ И ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ВЫБОРКИ ИССЛЕДОВАНИЯ

Следуя за классическими подходами (см., напр.: [Aharony, Swary, 1980; Divecha, Morse, 1983]), в данном исследовании в качестве показателя, характеризующего реакцию рынка на объявления о дивидендных выплатах компаний, была выбрана величина избыточной доходности акций компаний (abnormal return). Исследование было проведено методом анализа событий (event studies) (описание методологии подобных исследований см. в: [MacKinlay, 1997]). Поскольку данная статья является логическим продолжением исследования, проведенного ранее для индийского рынка (см.: [Березинец, Булатова, Ильина, 2013]), то логика основного вопроса исследования остается прежней: *каким образом российский фондовый рынок реагирует на объявления (российских) компаний о выплате дивидендов?*

Напомним, что по выборке индийских компаний были получены следующие результаты [Березинец, Булатова, Ильина, 2013]:

- ◆ объявления о возросшей величине дивиденда в среднем вызывали положительную реакцию рынка;
- ◆ объявления об уменьшении величины дивиденда в среднем вызывали негативную реакцию рынка;
- ◆ объявления о том, что величина дивидендов не изменяется по сравнению с предыдущим периодом, в среднем не вызывали реакцию рынка.

Отметим, что выплата постоянной величины дивиденда среди российских компаний встречается крайне редко. Данный факт можно объяснить тем, что в России величина дивиденда на акцию чаще всего определяется путем равномерного распределения части прибыли, направленной на дивиденды (суммарных дивидендных выплат), между общим числом акций, в отличие от Индии, где дивиденды выплачиваются как процент от номинальной стоимости акции. В связи с данной спецификой дивидендной политики российских компаний в рамках исследования российского рынка будет рассматриваться исключительно взаимосвязь объявлений о де-факто возросшей и снизившейся величине дивидендов и избыточной доходности акций.

Необходимо отметить, что число работ по данной проблематике применительно к российскому фондовому рынку весьма ограничено. В исследовании [Теплова, 2008] протестировано влияние 118 объявлений о дивидендных выплатах на доходность акций 24 российских компаний на промежутке

1999–2006 гг. В работе показано, что объявление об увеличении дивидендных выплат по сравнению с прошлым периодом влечет за собой негативную реакцию фондового рынка. В работе [Теплова, 2011], исследующей данную проблему на кризисном и частично посткризисном периоде, с середины 2008 г. до конца 2010 г., были сделаны выводы о том, что в период с 2009 до середины 2010 г. рынок положительно реагировал на снижение дивидендных выплат. Однако наблюдалась отрицательная реакция на уменьшение дивидендов группы нефтегазовых компаний. На всем исследуемом промежутке было зафиксировано падение цен акций и получение отрицательной избыточной доходности как реакция на рост дивидендов компаний с большими возможностями роста.

Руководствуясь логикой сигнальной теории дивидендных выплат, а также принимая во внимание проведенное ранее исследование индийского рынка, мы выдвинули следующие гипотезы.

Гипотеза 1. На объявления российских компаний о возросшей, по сравнению с предшествующим периодом, величине дивидендов российский рынок будет реагировать позитивно.

Гипотеза 2. На объявления российских компаний о том, что величина дивидендов сокращается по сравнению с предшествующим периодом, российский рынок будет реагировать негативно.

Эмпирическая проверка выдвинутых гипотез производилась методом анализа событий. Основными источниками информации, необходимой для проведения исследования, стали официальные сайты РТС и Московской биржи, а также базы данных СПАРК и СКРИН.

В среднем 99% оборота всего рынка акций в период с 2010 по 2012 г. прошло через 43 ценные бумаги [Российский фондовый рынок: 2012...]. Именно по причине низкой ликвидности акций большое число компаний котировальных списков РТС не вошло в исходную выборку исследования. Ее составили 67 крупных российских компаний, акции которых регулярно торговались на бирже РТС (с 2012 г. — на объединенной Московской бирже) и которые регулярно осуществляли выплаты по обыкновенным акциям в изучаемый период. Так же как и в исследовании индийского рынка в [Березинец, Булатова, Ильина, 2013], из анализа исключались компании, для акций которых наблюдались перерывы в торгах длительностью более двух рабочих недель и которые выплачивали промежуточные дивиденды, производили дробление или консолидацию акций в период с 2010 по 2012 г., а также компании финансового сектора.

В результате с учетом вышеперечисленных критериев из исходной выборки в 67 компаний была сформирована итоговая выборка, в которую вошло 45 российских компаний из 16 отраслей. Основную долю составили

компании электроэнергетической отрасли (35,56%), нефтегазовой промышленности (15,56%), а также отрасли телекоммуникаций (11,11%) (см. таблицу), что в целом соответствует рассмотренным ранее особенностям российского фондового рынка. Как показал анализ российского рынка, компании, оперирующие в перечисленных отраслях, регулярно выплачивают дивиденды, что объясняет их большую долю в итоговой выборке. Оставшаяся доля в выборке достаточно равномерно распределилась между прочими отраслями (2–5%).

Таблица

Отраслевое распределение компаний выборки

Отрасль	Число компаний в выборке	Доля компаний в выборке, %
Электроэнергетика	16	35,56
Нефтегазовая	7	15,56
Телекоммуникации	5	11,11
Машиностроение	2	4,44
Транспорт, логистика	2	4,44
Химическая	2	4,44
Цветная металлургия	2	4,44
Авиaperезовки	1	2,22
Авиастроение	1	2,22
Горнодобывающая	1	2,22
Ракетно-космическая	1	2,22
Розничная торговля	1	2,22
Строительство	1	2,22
Угледобывающая	1	2,22
Фармацевтика	1	2,22
Черная металлургия	1	2,22
ИТОГО	45	100,00

После формирования выборки компаний были отобраны объявления о выплате дивидендов. При этом учитывалось, что в окне события должны отсутствовать прочие существенные объявления. Например, о слияниях и поглощениях, о смене генерального директора, о значимых изменениях в составе совета директоров, появлении контролирующего акционера и т. д. Так, из исследования было исключено объявление о выплате дивидендов компании ОАО «Роснефть» от 20 апреля 2011 г., так как за пять дней до объявления компанией была получена значимая лицензия на разведку и добычу

углеводородного сырья в пределах Байкаловского месторождения (данные СКРИН, 2013 г.). Данное объявление могло отразиться на поведении цены акции компании ОАО «Роснефть», а значит, на появлении избыточной доходности их акций. Кроме того, из исследования исключались объявления о первичной выплате дивидендов. Так, к примеру, из итоговой выборки было исключено объявление ОАО «ДИОД» от 21 мая 2010 г., так как в указанном году компания только инициировала дивидендные выплаты.

В итоге после отбора объявлений о выплате дивидендов с учетом указанных ограничений были рассмотрены 97 объявлений. Для того чтобы изучить реакцию рынка на разнонаправленные объявления о выплате дивидендов вся совокупность объявлений была разделена на части в соответствии с типом события «хорошее» или «плохое». При этом число «хороших» новостей о возросшей величине дивиденда составило 60 единиц, «плохих» новостей о сократившейся величине дивиденда — 34 единицы и «нейтральных» новостей о неизменной величине дивиденда — 3 единицы.

В целях сопоставимости полученных результатов для двух рынков — России и Индии — методология исследования полностью соответствовала той, которая использовалась в исследовании [Березинец, Булатова, Ильина, 2013]. Нами фиксировались следующие условия:

- ♦ дата события — день заседания совета директоров, на котором оглашалась рекомендуемая величина дивиденда;
- ♦ длина окна события — 21 день;
- ♦ длина окна оценивания — 180 дней;
- ♦ в качестве модели для нормальной доходности была выбрана рыночная модель вида $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$, где R_{it} — доходность ценной бумаги i в момент времени t ; R_{mt} — доходность рыночного портфеля в момент времени t ; α_i и β_i — неизвестные параметры, подлежащие оцениванию, ε_{it} — случайная величина;
- ♦ в качестве доходности рыночного портфеля использовалась доходность индекса РТС (RTSI) (в [Березинец, Булатова, Ильина, 2013] — доходность индекса BSE200).

РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИЗА

Рассмотрим теперь обобщенные результаты анализа за изучаемый период, т.е. проанализируем, как в «среднем» российский рынок реагирует на объявления компаний о величине выплачиваемых дивидендов.

Начнем с объявлений о возросшей величине дивиденда. Для наглядности представим графики изменения средней избыточной доходности (AAR — Average Abnormal Return) и накопленной средней избыточной доходности (CAAR — Cumulative Average Abnormal Return) в окне события (рис. 8, 9).

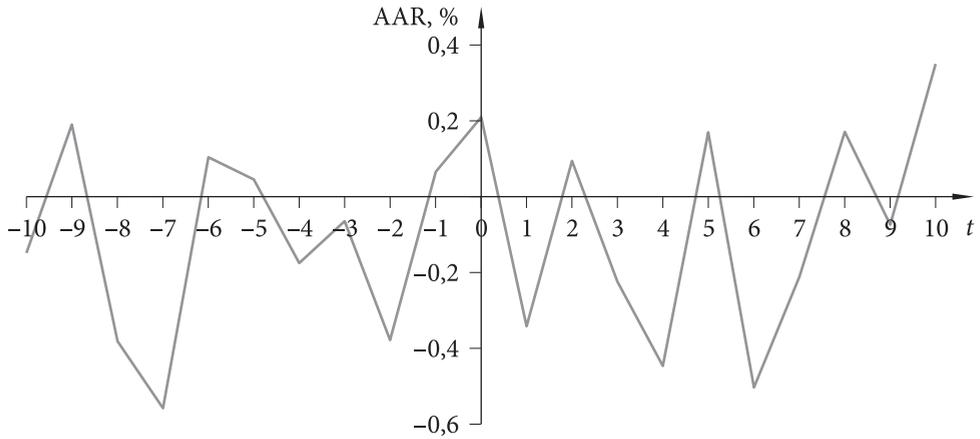


Рис. 8. Средняя избыточная доходность AAR в окне события («хорошая» новость)

Тестирование соответствующих статистических гипотез показало, что средняя избыточная доходность значительно отличается от нуля в день $t = -7$ (на 5%-м уровне значимости) и в день $t = 6$ (на 10%-м уровне значимости). Необходимо заметить, что избыточная доходность была в эти дни отрицательной, что свидетельствует о негативной реакции российского рынка на объявления о возросшей величине дивиденда.

На графике накопленной средней избыточной доходности (рис. 9) хорошо видно, что имеется ярко выраженная тенденция к убыванию величины накопленной избыточной доходности в 21-дневном окне события. К 21-му дню окна событий накопленная избыточная доходность достигает значения -2,10%.

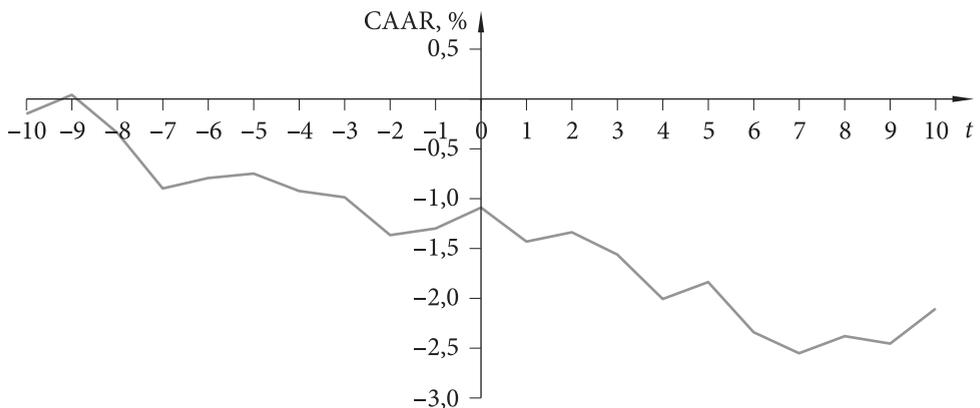


Рис. 9. Накопленная средняя избыточная доходность CAAR в окне события («хорошая» новость)

Полученный результат не дает оснований принять выдвинутую в работе гипотезу о том, что рынок положительно реагирует на «хорошее» объявление. Таким образом, полученный результат не согласуется со стандартными выводами сигнальной теории дивидендных выплат, в соответствии с которой рост дивидендов является положительным сигналом о будущих прибылях компании. В то же время полученный результат близок к результатам работы [Теплова, 2008], в которой показано, что объявление об увеличении величины дивидендов приводит к возникновению отрицательной избыточной доходности акций компаний, а также к выводу в [Теплова, 2011] об отрицательной реакции инвесторов на рост дивидендов компаний, имеющих широкие перспективы роста. Кроме того, отрицательная реакция на объявления о возросшей величине дивидендных выплат обнаруживалась и на других рынках капитала, например, в работе [Sorensen, Arveschoug, 2004] — для рынка Дании, а в работе [Karim, 2010] — применительно к акциям, торгуемым на Лондонской фондовой бирже.

Что касается реакции российского рынка на объявления компаний о сократившейся величине дивиденда, то в данном случае результат полностью соответствует сигнальной теории дивидендных выплат. Графики поведения средней избыточной доходности и накопленной средней избыточной доходности представлены на рис. 10 и 11 соответственно.

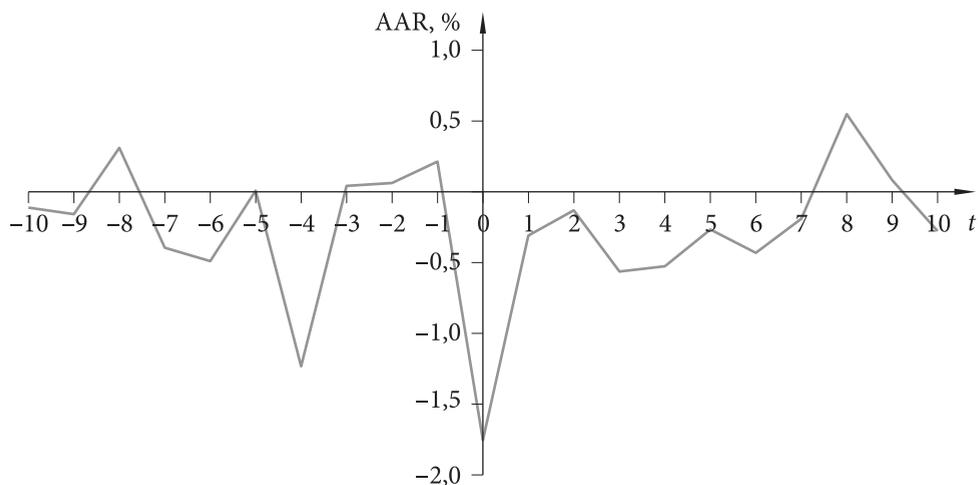


Рис. 10. Средняя избыточная доходность AAR в окне события («плохая» новость)

Проверка статистических гипотез показала, что средняя избыточная доходность значительно отличается от нуля в день $t = -4$ и в день объявления $t = 0$ (5%-й уровень значимости). При этом избыточная доходность является отрицательной в те дни, когда значимое отличие от нуля подтвердилось.

Таким образом, по результатам исследования, проведенного на выборке российских компаний в 2010–2012 гг., можно сделать вывод о том, что в указанный временной промежуток на объявления российских компаний о сократившейся величине дивидендов рынок в среднем реагирует отрицательно. Из графика накопленной средней избыточной доходности (рис. 11) видно, что в день объявления «плохого» события наблюдается значительное падение величины избыточной доходности и достигается ее минимальное значение на всем промежутке окна события.

График накопленной средней избыточной доходности на рис. 11 демонстрирует явно выраженную тенденцию к убыванию. Прослеживаются заметное уменьшение накопленной средней избыточной доходности в день объявления и ее дальнейшее резкое убывание. К последнему дню окна события накопленная средняя избыточная доходность достигает значения -5,57%.

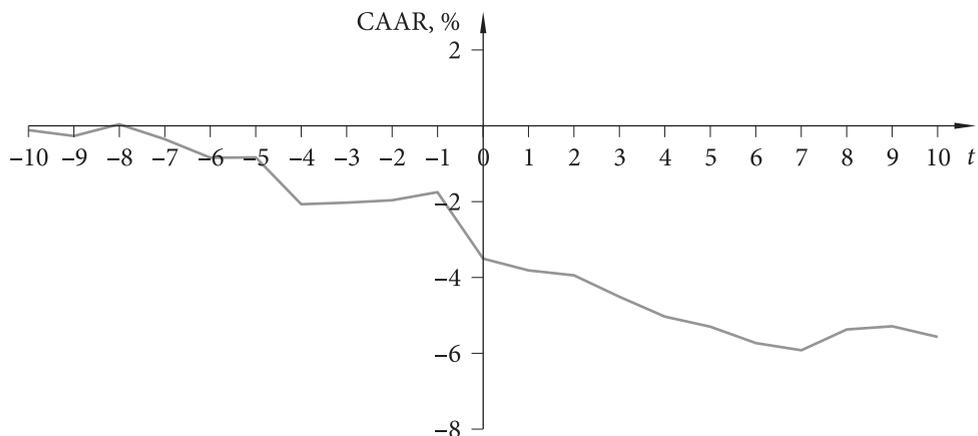


Рис. 11. Накопленная средняя избыточная доходность CAAR в окне события («плохая» новость)

Полученный результат позволяет принять выдвинутую в работе гипотезу о том, что российский рынок отрицательно реагирует на «плохое» объявление, что полностью соотносится с сигнальной теорией дивидендных выплат. Полученные нами результаты вновь не расходятся с выводами, сделанными в работе [Теплова, 2008], а также в ряде исследований на зарубежных рынках капитала, например в [Aharony, Swary, 1980] — применительно к Нью-Йоркской фондовой бирже, в [Vieira, 2011] — в отношении рынка Великобритании, в [Tapscott, 2011] — рынка Индии и др.

Таким образом, в рамках нашего исследования гипотеза 1 была отклонена, а гипотеза 2 — принята.

Представим графики накопленной средней избыточной доходности для каждого типа объявления на одном рисунке (рис. 12). CAAR1 — накопленная средняя избыточная доходность в случае объявления о возросшей величине дивиденда, CAAR2 — накопленная средняя избыточная доходность в случае объявления об уменьшившейся величине дивиденда.

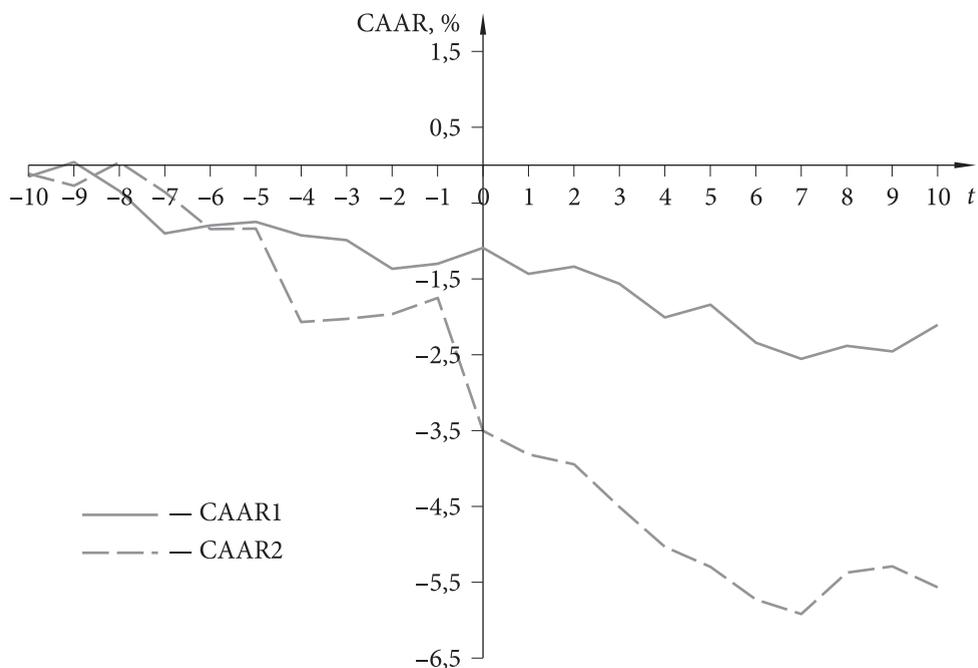


Рис. 12. Накопленная средняя избыточная доходность CAAR в окне события («хорошая» и «плохая» новость)

Следует отметить, что негативная реакция российского рынка на объявления о снижении величины дивиденда сильнее, чем на объявления о ее росте: накопленная средняя избыточная доходность к последнему дню окна события в первом случае равна $-5,57\%$, тогда как во втором случае $-2,30\%$.

Итак, в результате проведенного исследования по методологии анализа событий на выборке из 45 российских компаний, оперирующих в 16 отраслях, по данным за 2010–2012 гг., были получены следующие результаты:

- ♦ на объявления российских компаний о возросшей величине дивиденда относительно предыдущего периода российский фондовый рынок реагирует негативным образом;
- ♦ на объявления российских компаний об уменьшении величины дивиденда относительно предыдущего периода российский фондовый рынок также реагирует негативным образом.

Итоги тестирования сформулированных гипотез исследования на выборке наиболее ликвидных российских компаний позволяют говорить о том, что в 2010–2012 гг. объявления об изменении величины дивидендных выплат российскими компаниями относительно предыдущего периода в среднем воспринимались участниками рынка негативно. При этом не имело значения, носило ли данное изменение потенциально положительный (рост дивидендных выплат) или потенциально негативный характер (сокращение дивидендных выплат): в обоих случаях наблюдалась негативная реакция рынка на объявления компаний.

При сопоставлении результатов по двум развивающимся рынкам — России и Индии — в период 2010–2012 гг. необходимо отметить, что реакция двух рынков на «хорошее» объявление о возросшей величине дивиденда оказалась противоположной: в Индии данная информация воспринимается положительно, тогда как в России наблюдается возникновение отрицательной избыточной доходности (рис. 13).

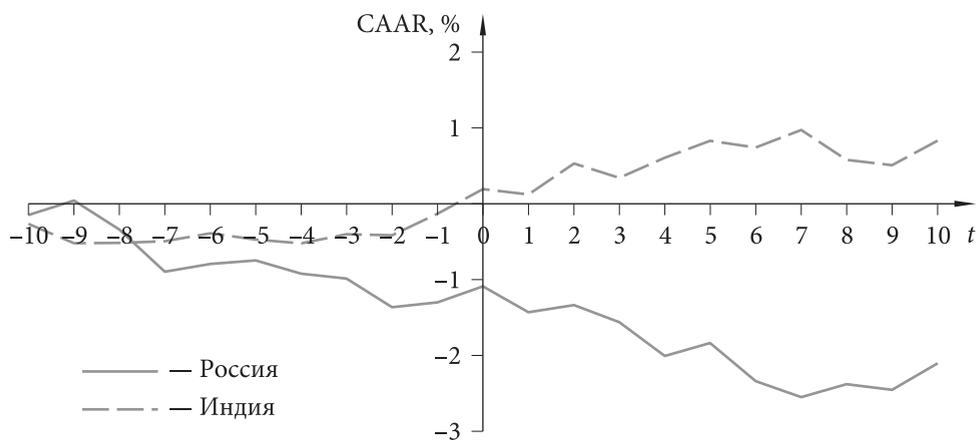


Рис. 13. Накопленная средняя избыточная доходность СААР в окне события («хорошая» новость, российский и индийский рынки)

Что касается взаимосвязи объявлений российских и индийских компаний об уменьшившейся величине дивиденда и доходности акций, то направление реакции обоих рынков на данный тип объявления одинаково. При этом сила реакции различается: негативная реакция российского рынка носит более резкий характер, чем реакция индийского рынка (рис. 14). Из графика на рис. 14 видно, что скорость убывания накопленной средней избыточной доходности российских акций выше, чем скорость убывания накопленной средней избыточной доходности акций на индийском рынке: к последнему дню окна события этот показатель для российских акций достигает значения $-5,57\%$, для индийских акций он составляет $-2,46\%$.

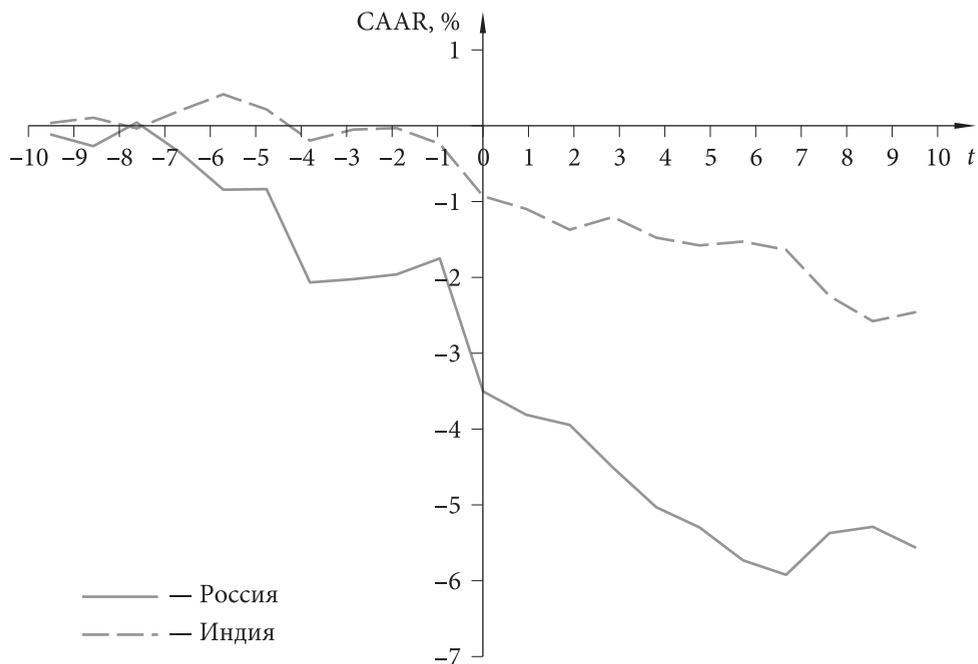


Рис. 14. Накопленная средняя избыточная доходность в окне события («плохая» новость, российский и индийский рынки)

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

В качестве одного из «технических» результатов анализа объявлений о дивидендных выплатах компаний можно отметить различие во времени возникновения значимо отличающейся от нуля средней избыточной доходности на российском и индийском рынках (о последнем см.: [Березинец, Булатова, Ильина, 2013]). Для выборки российских компаний в случае как «хороших», так и «плохих» новостей наблюдалось значимое отличие от нуля средней избыточной доходности хотя бы в одном из дней, предшествовавших дню объявления о величине дивидендных выплат (в день $t = -7$ и $t = -4$ для «хороших» и «плохих» объявлений соответственно). На индийском рынке значимая величина AAR фиксировалась не ранее дня объявления о величине дивидендов. Такие результаты, безусловно с оговорками на существование определенных, не отслеженных внешних факторов, могут являться признаками распространения на рынке инсайдерской информации о решениях относительно дивидендных выплат в окне события перед принятием решения советом директоров.

Предваряя обсуждение полученных результатов, особенно расхождение в реакции российского и индийского рынков на «хорошие» новости о росте

дивидендных выплат, необходимо подчеркнуть, что авторы при анализе исходили из традиционной, широко используемой в литературе классификации события как «хорошего» или «плохого» в зависимости от факта роста/снижения дивидендных выплат по сравнению с величиной дивидендов за предыдущий период. Альтернативный подход подразумевает использование прогнозов аналитиков, осуществляющих мониторинг деятельности компании, прогнозирование динамики ее акций, прибылей, дивидендов и пр. В случае фактического роста дивидендных выплат по сравнению с размером дивидендов, выплаченных в предыдущем году, может иметь место негативная реакция рынка. Объяснением является то, что рост дивидендов может оказаться ниже по сравнению с ожиданиями, сформированными прогнозами аналитиков (см., напр.: [Andres et al., 2013]). Соответственно, результаты анализа реакции российского и индийского фондового рынка на «положительные» события могут отличаться в силу наличия существенно разнящихся ожиданий инвесторов относительно дивидендных выплат компаний, т.е. эндогенных различий в трактовке «положительного» события.

Обратимся к рассмотрению возможных объяснений наличия зафиксированного устойчивого снижения показателя накопленной средней избыточной доходности акций в случае объявлений российских компаний об увеличении дивидендных выплат.

Во-первых, тот факт, что российский рынок в 2010–2012 гг. отрицательно реагировал на объявления о возросшей величине дивиденда, может быть связан со спецификой ожиданий инвесторов в этот период по отношению к ведущим российским компаниям, включенным в листинг биржи РТС (позже — Московской биржи). Если принимать во внимание оценку инвесторами инвестиционных возможностей компании, то рынок действительно может отрицательно воспринимать информацию о возросшей величине дивиденда — данный факт может давать сигнал об отсутствии видения у компании возможностей эффективного размещения свободных денежных средств в инвестиционные проекты. В этой связи следует отметить, что период с 2010 по 2012 г. характеризовался относительно уверенным посткризисным ростом российской экономики (с постепенным замедлением роста ВВП и инвестиций к концу периода). Инвесторы имели основания ожидать, что вышедшие из кризиса компании смогут перестроить свои бизнес-модели и продолжить рост. Соответственно, повышение дивидендных выплат могло рассматриваться рынком как свидетельство упущенных компанией возможностей инвестирования в проекты с положительной чистой приведенной ценностью в ее (обладающей потенциалом роста) отрасли.

Рассмотрим также результаты анализа по двум большим подвыборкам нашей исходной выборки: (1) компаниям нефтегазовой и энергетической отрасли (чуть менее половины выборки) и (2) «остальным» секторам. Как по-

казано на рис. 15, в случае «положительных» событий для обеих подвыборок наблюдается в целом схожая динамика поведения накопленной средней избыточной доходности. При этом для «остальных» отраслей негативная динамика более выражена, а для нефтегазовой отрасли и электроэнергетики при общей негативной динамике наблюдается рост значения СААР в день объявления о величине дивидендных выплат. Последнее может быть связано с тем, что в среднем объем торгов акциями компаний этих секторов выше, среди держателей акций может присутствовать относительно большее количество частных, мелких инвесторов. Такие инвесторы позитивно реагируют на подобного рода «позитивные» новости в день их объявления, и для них объявление о выплате дивидендов действительно является существенным событием, в отличие от крупных акционеров, которые могут быть более заинтересованы в реинвестировании средств в компанию, чем в текущих выплатах. Что касается реакции компаний подвыборки «остальные» отрасли, то поведение СААР как раз может быть связано с трактовкой «позитивно настроенными» в период 2010–2012 гг. инвесторами повышения величины дивидендных выплат как негативного сигнала — о неспособности компании находить новые привлекательные инвестпроекты (иначе говоря, быть «на волне» роста).

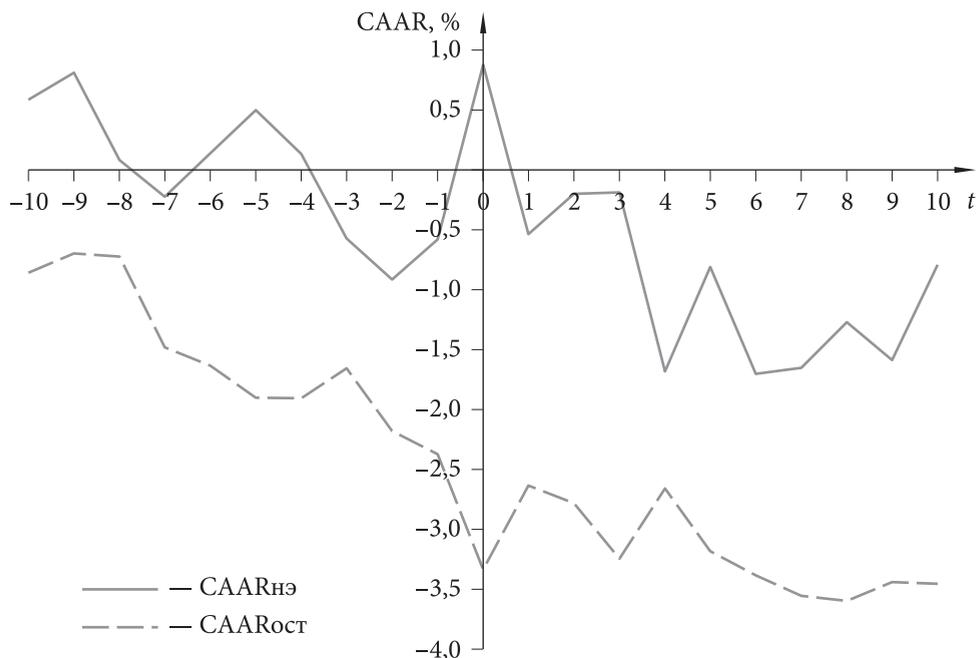


Рис. 15. Накопленная средняя избыточная доходность для компаний нефтегазовой и электроэнергетической отраслей, а также «остальных» отраслей («хорошая» новость)

Негативная реакция российского рынка на «хорошие» новости может быть связана и со специфической ситуацией в тех отраслях, которые доминируют в выборке исследования, — в электроэнергетике и нефтегазовой отрасли. Так, важным поворотным пунктом в развитии электроэнергетической отрасли стала реструктуризация в 2008 г. РАО «ЕЭС России», в результате которой были сформированы независимые генерирующие компании. Реформирование электроэнергетической отрасли сместило ожидания в отношении выделившихся компаний в сторону реализации инвестпроектов по наращиванию и обновлению мощностей по производству электроэнергии, развитию и модернизации инфраструктуры с целью усиления конкурентоспособности, улучшения качества обслуживания и удовлетворения спроса в электропотреблении независимыми компаниями отрасли. На волне подобных ожиданий увеличение дивидендных выплат действительно могло восприниматься рынком негативно, как сигнал об отсутствии стимулов или возможностей реализовывать запланированные инвестиционные проекты компаниями электроэнергетической отрасли.

Ситуация в нефтегазовой отрасли в России в 2010–2012 гг. также характеризовалась значимыми событиями и тенденциями, которые могли повлиять на настроения инвесторов, повысить их настороженность и пессимизм. В целом котировки нефти марки Brent имели возрастающую динамику до апреля 2011 г. (рис. 16), когда цены на нефть пошли вниз на фоне нараставших опасений повторной глобальной рецессии, нестабильной экономической ситуации в Европе (в частности, ожидавшегося дефолта в Греции), а также дополнительного давления со стороны укреплявшегося доллара на основные резервные валюты. За 6 месяцев цены на нефть снизились на 20,7%: с отметки 126,99 долл. за баррель в апреле 2011 г. до уровня 100,69 долл. за баррель в октябре 2011 г. К весне 2012 г. котировки вернулись к своим прошлогодним значениям, однако снова резко пошли вниз и обрушились до уровня 89,25 долл. за баррель к июню 2012 г. Подобная негативная динамика после, казалось бы, установившейся тенденции посткризисного роста не могла не отразиться на общем настроении инвесторов. Доверие рынка к сигналам, передаваемым через дивидендную политику компаниями нефтегазовой отрасли, снизилось. Такие сигналы не выглядели «правдивыми» на фоне снижавшихся цен на нефть, ставивших под вопрос рост прибыли в будущем.

Кроме того, именно в посткризисный период более явно стала возрастать неопределенность относительно спроса на российские продукты нефтегазовой отрасли в связи с «нависшей угрозой» в виде добычи компаниями США сланцевых нефти и газа, а также разработки шельфовых месторождений. В данный период в кругу игроков рынка даже появились разговоры о «сланцевой революции» как о реальной угрозе для российского нефтегазо-

вого рынка. Дополнительным негативным фактором в отрасли стал тот факт, что после кризиса в Европе были созданы избыточные перерабатывающие мощности, способные самостоятельно удовлетворить потребность в высококачественных нефтепродуктах. Отрицательным сигналом могли стать и объявленные планы правительства о повышении экспортной пошлины на нефть с 1 июня 2010 г. [Ставка экспортной пошлины на нефть..., 2010]. Подобные волнения в нефтегазовой отрасли не могли не оставить отпечаток на настроениях инвесторов и их ожиданиях. Как было отмечено ранее, на фоне общих беспокойных и неопределенных тенденций в отрасли доверие инвесторов к дивидендным объявлениям как традиционным сигналам будущих позитивных перспектив было подорвано, ожидания долгосрочного роста прибылей компаний нефтегазовой отрасли снизились, что может, в частности, объяснить полученные в нашем исследовании нестандартные результаты реакции российского рынка на объявления компаний о росте дивидендных выплат.



Рис. 16. Динамика котировок нефти марки Brent, 2009–2012 гг.

Составлено по: данные finam.ru

Для интерпретации этих результатов можно провести и историческую аналогию. Как отмечалось, результаты в [Теплова, 2008; 2011] в целом схожи

с полученными нами — «положительные» новости приводили к снижению показателя *CAAR*. Первая половина и середина 2000-х гг. была периодом активного роста российской экономики по широкому кругу отраслей, и поэтому рост дивидендных выплат действительно мог рассматриваться инвесторами как «плохая» новость с точки зрения оценки возможностей компании поддерживать рост и инвестировать в новые проекты для получения прибыли в будущем.

В то же время необходимо сделать существенную оговорку. В общем, сходные результаты данного исследования и работы [Теплова, 2008] получены для периодов, характеризующихся различной динамикой российского фондового рынка, — налицо восходящий тренд первой половины — середины 2000-х гг. и в целом «боковое» движение индекса с 2010-х гг. (рис. 17, 18).

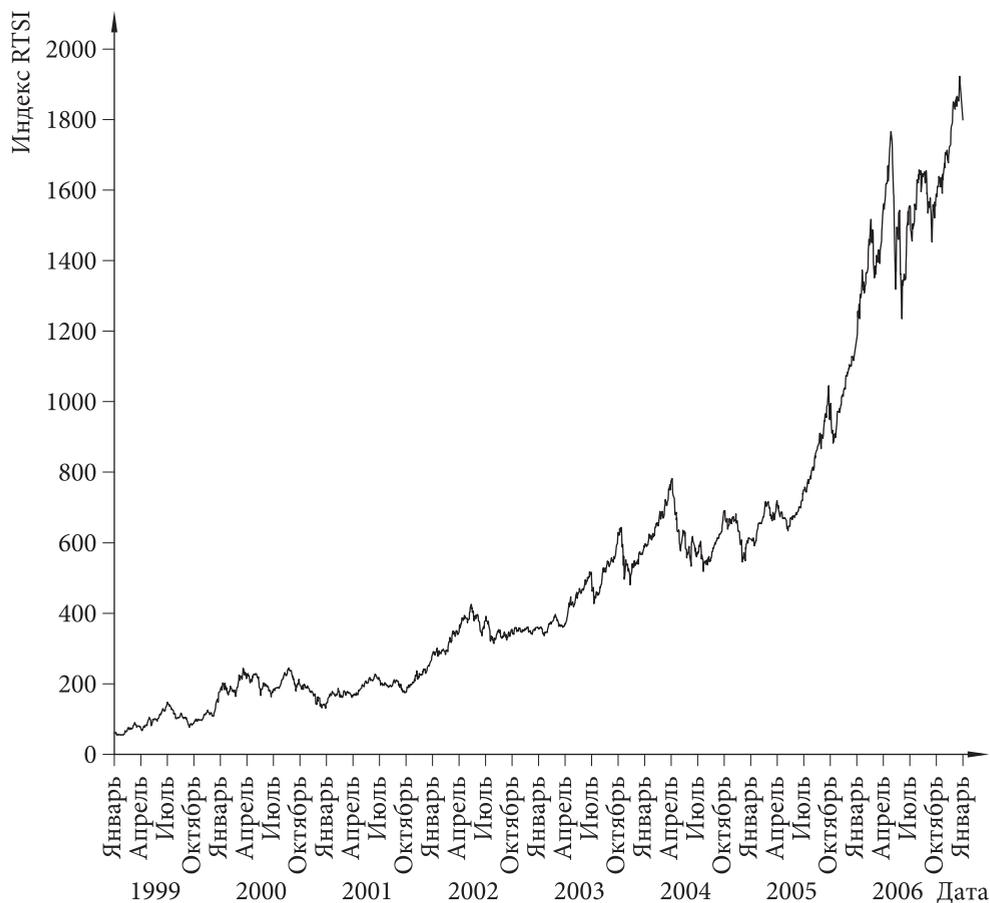


Рис. 17. Динамика индекса RTSI, 1999–2006 гг.

Составлено по: данные finam.ru



Рис. 18. Динамика индекса RTSI, 2010–2012 гг.

Составлено по: данные finam.ru

Как отмечалось, российский фондовый рынок подвергается воздействию негативных факторов, влияющих на состояние мировых финансовых рынков, а также зависит от цен на товарных сырьевых рынках и реагирует на воздействие политических шоков. Можно предположить, что к началу исследуемого в данной работе периода, т. е. к 2010 г., инвесторы приобрели определенный пессимизм и рост цен акций мог возобновиться только под влиянием существенных позитивных новостей. Поведение фондового индекса в 2010–2012 гг. (рис. 18) демонстрирует крайне неустойчивую динамику и высокую волатильность. Наблюдаемый тренд является свидетельством того, что после последнего финансового кризиса наш рынок так и не смог оправиться. Вероятно, причиной тому стало постепенное накопление многочисленных проблем в экономике и подорванное доверие инвесторов к рынку в целом. Даже при многочисленных благоприятных событиях в компаниях, многие из которых показывали хорошие

результаты деятельности, рынок не смог преодолеть определенную точку сопротивления и выйти на стабильный рост. Примечательно, что кризис 1998 г. ударил по российской экономике и инвестиционной привлекательности российских ценных бумаг для международных инвесторов сильнее, чем мировой финансовый кризис 2008–2009 гг., но в последующий период рынок испытывал значительный рост (рис. 17). Кроме того, на большей части исследуемого периода дивидендная доходность находилась на низком уровне, и инвесторы могли не рассматривать дивиденды как серьезную часть доходности на акции.

На реакцию рынка на объявления о росте дивидендных выплат можно взглянуть не только с точки зрения нахождения и реализации инвестиционных возможностей, обещающих более высокие результаты компании в будущем, но и с позиции поддержания устойчивости компании, надежности фундамента для развития. Как известно, одним из способов увеличения инвестиций, без сокращения при этом выплат акционерам, является использование заемных средств. В то же время в случае высокого уровня за кредитованности компании (или при значительном внимании инвесторов к проблематике роста долга компаний независимо от конкретной величины долговой нагрузки), рост дивидендных выплат может рассматриваться вовсе не как «хорошая» новость (в стандартном подходе как сигнал о хорошем положении компании и будущем росте результатов ее деятельности), а как событие, потенциально угрожающее ее финансовой устойчивости. Целый ряд российских компаний в кризисный период 2008–2009 гг. столкнулся с серьезными проблемами в связи с финансированием своего докризисного роста, в том числе крупных сделок слияний и поглощений, через привлечение значительных объемов долгового капитала (российского и зарубежного). В такой ситуации негативное восприятие в посткризисный период 2010–2012 гг. рынком фактов увеличения дивидендных выплат могло быть связано и с предпочтением скорее «умеренной», нежели «щедрой», политики российских компаний в отношении доли средств, направляемой на дивидендные выплаты акционерам.

Кроме того, необходимо отметить, что в своей классической постановке сигнальная теория дивидендных выплат моделировала взаимоотношения менеджмент — акционеры на рынках с преобладанием компаний с разпыленной собственностью (т.е. для тех компаний, где присутствует информационная асимметрия в пользу менеджеров). Как известно, в случае российского рынка дело обстоит иначе — значительное число компаний имеют контролирующих собственников (как частных лиц, так и государство). С подобными условиями базовая модель, в которой менеджмент посредством дивидендных выплат дает некий сигнал собственникам-аутсайдерам, соотносится весьма слабо. Ситуацию в российских компаниях, в том числе

их дивидендную политику, зачастую следует рассматривать в контексте (потенциально конфликтных) взаимоотношений мажоритарный акционер — миноритарные акционеры. По крайней мере, теоретически возможны ситуации, когда значительное увеличение дивидендных выплат (основная масса которых уходит мажоритарному собственнику) может рассматриваться рынком в качестве негативного события — контролирующий собственник (группа крупных собственников) изымает из компании денежные средства для финансирования своих проектов вне компании (опять-таки, негативная реакция в такой ситуации может быть тем выше, чем позитивнее ожидания относительно общих перспектив развития отрасли, в которой оперирует данная компания).

Возвращаясь в этой связи к проанализированной ранее ситуации в электроэнергетике, следует отметить, что компании этой отрасли характеризуются высокой концентрацией собственности (например, контролирующим собственником компании «Мосэнерго» является ООО «Газпром Энергохолдинг», владеющий 53,50% уставного капитала; компании ОГК-2 — ОАО «Центрэнергохолдинг» с долей в уставном капитале 73,42%; компании «МРСК Центр» — ОАО «Российские сети» с 50,23% уставного капитала). Рост дивидендов мог рассматриваться игроками рынка в качестве негативного сигнала об изъятии средств электроэнергетических компаний мажоритарными акционерами в личных целях, для реализации иных проектов.

Отказ компаний от выплаты дивидендов (или заметное снижение их величины) также с большой вероятностью вызовет негативный резонанс, поскольку данное решение может свидетельствовать о том, что денежные средства компании скорее используются в личных интересах контролирующих акционеров/менеджеров компании — это будет обострять присущий российским компаниям конфликт мажоритарных акционеров/менеджеров и миноритарных акционеров.

Зафиксированная нами реакция рынка на объявления о дивидендных выплатах может объясняться и существующими ценовыми аномалиями, связанными с упоминавшейся ранее неэффективностью российского рынка акций. Гипотеза об эффективности рынка исходит из того, что цены акций быстро реагируют на информацию об инвестиционных решениях, дивидендных изменениях, изменениях структуры капитала, сделках по переходу корпоративного контроля [Fama, 1991]. В свою очередь, на неэффективном рынке наблюдается запаздывание реакции инвесторов на объявленное повышение дивидендов, а также связанная с этим недооценка позитивного сигнала, который несет данное событие. Эти явления объясняются концепцией поведенческих финансов — избыточная или недостаточная реакция инвесторов связана с так называемой смещенностью суждений (judgment bias) [Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 1997], когда инвесторы допускают

ошибки в интерпретации тех или иных событий, что, соответственно, отражается в ценах активов. Согласно [Fama, 1998], недостаточно выраженная реакция на дивидендные объявления может объясняться недооценкой рынком информации о будущих прибылях, которая заложена в дивидендах. В то же время сам Фама отмечал наличие исследований, демонстрирующих, что дивиденды далеко не всегда предсказывают будущие прибыли. Все это также может объяснять недоверие инвесторов к сигналу, подаваемому дивидендными выплатами, и реакцию рынка, которую мы обнаружили в нашем исследовании.

Возможной причиной реакции инвесторов на дивидендные объявления, отличающейся от реакции, характерной для развитых рынков, может являться и во многом спекулятивный характер фондового рынка России, на котором большую роль играют крупные игроки, манипулирующие рынком. В таких условиях реакция мелких инвесторов на объявления о происходящих событиях, в том числе о выплате дивидендов, может оказаться незамеченной, если в данный момент крупные инвесторы преследуют свои цели, оказывая давление на спрос и предложение. Это является характерным для незрелого, неокончательно сформировавшегося рынка с небольшими объемами торгов, низкой ликвидностью акций и относительно небольшим числом активно торгуемых компаний.

Сравнивая поведение российского и индийского фондовых индексов в посткризисный период с 2010 по 2012 г. (рис. 18, 19), необходимо отметить, что в целом наблюдался схожий тренд, тем не менее индийский рынок характеризовался меньшей волатильностью. Так, индекс РТС в 2011 г. за 7 месяцев потерял в весе почти 43% после наметившегося роста, упав при этом ниже соответствующей отметки начала 2010 г. На индийском фондовом рынке с ноября 2010 г. также наметилась ниспадающая тенденция, индекс BSE-200 начал ослабевать, однако потери были не такими резкими и менее существенными по амплитуде: индекс BSE-200 потерял около 26% к концу 2011 г., но после этого в сентябре 2012 г. перешагнул посткризисную отметку в 2198 индексных пунктов и до конца 2012 г. продолжил свой рост, в отличие от индекса РТС, который не смог вернуться к своему значению начала 2010 г.

В работе [Andres et al., 2013] утверждается, что использование изменения дивидендных выплат не является адекватной мерой «дивидендных сюрпризов», несмотря на обширное использование именно этого подхода при тестировании сигнальной теории (см., напр.: [Aharony, Swary, 1980; Amihud, Murgia, 1997; Gurgul, Mestel, Schleicher, 2003]). Вместо этого, как показано в исследовании на примере рынка Германии, следует использовать разницу между прогнозами аналитиков и объявленной величиной дивидендов. Однако авторы неоднократно подчеркивают, что описанная

в работе реакция рынка на «дивидендные сюрпризы» происходит на эффективных рынках капитала. Иными словами, на информационно эффективных рынках только неожиданная часть дивидендных изменений является информативной для инвесторов. На российском рынке такой реакции может не последовать в силу его упомянутой неэффективности, а также ввиду отсутствия истории формирования надежных прогнозов аналитиков, которым инвесторы были бы склонны доверять. Авторы [Andres et al., 2013] также объясняют малое количество исследований, связанных с изучением реакции рынка на так называемые ошибки в прогнозах аналитиков, во многом отсутствием надежных прогнозов за достаточный для проведения исследований период времени. В случае России этот аргумент также является справедливым.



Рис. 19. Динамика индекса BSE-200, 2010–2012 гг.

Составлено по: данные bseindia.com

В контексте объяснения различий в реагировании индийских и российских инвесторов на дивидендные объявления расходящиеся результаты исследования для двух развивающихся рынков капитала можно, в частности, объяснить различиями в ожиданиях инвесторов двух стран относительно величины дивидендных выплат, т.е. психологическим фактором. На этапе посткризисного развития экономики российские инвесторы, вероятно, про-

являли большую осторожность и скорее предпочитали стабильностьсию-минутному доходу в виде дивидендов. В частности, российская экономика ощутила более серьезные потери в период кризисных явлений в 2008 г., что отразилось на посткризисном развитии российских компаний и ожиданиях инвесторов. Для сравнения: в Индии даже в период распространения кризиса в 2008–2009 гг. наблюдался существенный приток иностранного капитала, что обеспечило планомерное развитие индийских компаний в этот сложный для рынка период.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По итогам проведенного анализа объявлений о дивидендных выплатах наиболее ликвидных публичных российских компаний за период с 2010 по 2012 г. была зафиксирована в среднем негативная реакция российского фондового рынка на объявления о росте дивидендов, при этом величина избыточной доходности акций принимала отрицательные значения. На основании этого можно говорить о том, что в этот период сохранялась специфика российского фондового рынка, зафиксированная в более ранних исследованиях на данных до кризиса 2008–2009 гг.

Полученные результаты были рассмотрены с различных, но взаимосвязанных позиций. Они могут объясняться спецификой ожиданий инвесторов в отношении компаний-эмитентов, связанных с перспективами их дальнейшего роста, а также в отношении перспектив конкретных отраслей. В изученный период рост дивидендных выплат мог восприниматься участниками рынка как сигнал об отсутствии хороших инвестиционных возможностей или об отсутствии стремления их реализовать, т. е. о неопределенности перспектив развития компании. Период с 2010 по 2012 г. являлся этапом восстановительного роста российской экономики по широкому кругу отраслей, в том числе энергетическому и экспортно-ориентированному сектору. Рынок рассматривал компании как обладающие высоким потенциалом роста и мог трактовать рост дивидендных выплат как «плохую» новость. Кроме того, специфические ожидания инвесторов относительно перспектив развития нефтегазовой и энергетической отраслей, компании которых составляют большую часть выборки исследования, также могли обусловить зафиксированную в среднем негативную реакцию инвесторов на дивидендные объявления различных типов.

Рассматривая результаты проведенного нами исследования с позиции положения дел в доминирующих отраслях выборки — электроэнергетической и нефтегазовой, — нужно заметить, что негативная реакция рынка на объявления об увеличении дивидендных выплат может быть связана со смещением ожиданий инвесторов в сторону реализации заявленных планов электроэнергетических компаний по инвестиционным проектам по раз-

витию мощностей и инфраструктуры. Кроме того, высокая концентрация собственности компаний электроэнергетической отрасли также может стать одним из объяснений наблюдаемой негативной реакции: рынок может воспринимать объявления о росте дивидендных выплат в качестве негативного сигнала об умышленном направлении средств компании в руки контролирующих акционеров с целью реализации их собственных целей и проектов. В нефтегазовой отрасли в исследуемом периоде наблюдались определенные шоки и тенденции, которые могли повлиять на общие настроения инвесторов, что, в свою очередь, могло отразиться на их реакции на позитивные объявления о дивидендных выплатах. В частности, с весны 2011 г. и до конца 2012 г. котировки нефти дважды претерпели серьезное падение, что, вероятно, на волне намечавшегося посткризисного роста негативно отразилось на доверии к дивидендным сигналам российских нефтяных компаний. Помимо этого, серьезно пошатнуло веру российских акционеров в долгосрочный рост прибылей компаний нефтегазовой отрасли распространение в период после финансово-экономического кризиса угрозы «сланцевой революции» в США. Именно в период после кризиса 2008–2009 гг. произошла активизация разработки месторождений сланцевых нефти и газа компаниями энергетического сектора США, что могло вызвать беспокойство со стороны участников российского рынка относительно долгосрочных перспектив российских компаний этого сектора. Так или иначе, происходившие события в доминирующих областях, электроэнергетике и нефтегазовой отрасли, могли повлиять на ожидания инвесторов и, соответственно, на реакцию рынка на положительные объявления о возросшей величине дивиденда.

При этом сокращение дивидендных выплат в среднем рассматривалось инвесторами еще более негативно — как сигнал о недостаточной успешности деятельности компании, возможном падении ее рентабельности и финансовых трудностях. Поэтому можно предположить, что в условиях периода экономического роста руководству российских компаний следует придерживаться политики стабильной минимальной величины дивидендов, что позволит направлять денежные средства на осуществление инвестиций в развитие бизнеса, одновременно уменьшая потенциал возможного конфликта контролирующих акционеров/менеджеров и миноритарных акционеров — отказ от выплаты дивидендов (или их заметное снижение) будет повышать потенциал такого конфликта.

В то же время нельзя не отметить, что в среднем негативную реакцию рынка на объявления о дивидендах можно объяснить и с позиции поведения инвесторов, связанного с их восприятием рыночных новостей в целом, доверия к российскому фондовому рынку и отношения к риску.

Что касается расходящихся результатов исследований для двух развивающихся рынков России и Индии, то данный факт можно объяснить

различиями в ожиданиях инвесторов в посткризисный период, вызванными несколько разным масштабом влияния кризисных явлений на развитие экономик двух стран. Кроме того, противоположные результаты, полученные применительно к рынку Индии, могут быть связаны с большей степенью присутствия иностранных институциональных инвесторов в структуре собственности индийских компаний, существенной разницей в налогообложении дивидендного дохода и дохода от прироста стоимости, а также функционированием большого числа крупных семейных конгломератов, от которых инвесторы по большей мере ожидают получения высокодоходного дивидендного дохода. Данный феномен нуждается в дальнейшем изучении и интерпретации с позиции факторов корпоративного управления и информационной эффективности рынков.

В заключение необходимо отметить, что реакция инвесторов на дивидендные объявления нуждается в дальнейшей проверке по целому ряду направлений. Среди них: реакция на дивидендные сюрпризы; изучение влияния момента времени, в который происходит увеличение или уменьшение дивидендов с точки зрения экономического цикла, влияющего на положение отрасли и самой компании; исследование реакции рынка на объявления о дивидендах компаний с различной величиной рыночной ценности и потенциалом недоинвестирования или переинвестирования, а также изучение его реакции с позиции экономической психологии и поведенческих финансов.

Литература

- Березинец И. В., Булатова Л. А., Ильина Ю. Б.* Влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций: исследование публичных компаний развивающегося рынка Индии // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2013. Вып. 4. С. 3–28.
- Гайдаев В.* Это сладкое слово — дивиденды. 15.09.2014. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2558394>. (дата обращения: 07.11.2014).
- Глазунов Я.* Советы консультанта: как устранить 40%-ный дисконт // Ведомости. 2011. 1 марта.
- Дивидендный монитор* // Банк Москвы. 2013. URL: http://algorithmus.ru/wp-content/uploads/2011/03/bm_01.pdf (дата обращения: 02.03.2013).
- Дивидендный сезон 2014. Фактор положительной переоценки рынка?* // Промсвязьбанк. Аналитический департамент. 2013. 19 ноября. URL:// <http://psbinvest.ru/upload/iblock/cd7/cd77d18c5728c0ea003e509b890eff32.pdf> (дата обращения: 07.11.2014).
- Дивиденды* // Газпром нефть. 2013. URL: <http://ir.gazprom-neft.ru/share-data/dividends/> (дата обращения: 02.03.2013).
- Долгопятова Т. Г.* Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 3. С. 27–52.

- Потребительский рынок в РФ останется стимулом роста экономики // Прайм: агентство экономической информации.* 2013. URL: <http://www.lprime.ru/Finance/20130205/760962932.html> (дата обращения: 10.02.2013).
- Про рынок // Финам.* 2013. URL: <http://www.finam.ru/analysis/forecasts> (дата обращения: 21.02.2013).
- Российский фондовый рынок: 2012. События и факты // НАУФОР.* URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012.pdf> (дата обращения: 21.02.2013).
- Российский фондовый рынок: 2013. События и факты // НАУФОР.* URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2013.pdf> (дата обращения: 07.11.2014).
- События и рынки // Финам. Холдинг «Финам», 1999–2013.* URL: <http://www.finam.ru/analysis/united/> (дата обращения: 02.03.2013).
- СКРИН. Система комплексного раскрытия информации СКРИН // СКРИН.* 2013. URL: <http://www.skrin.ru/> (дата обращения: 02.03.2012).
- Ставка экспортной пошлины на нефть с 1 июня повышается до \$292,1 за тонну // Министерство экономического развития Российской Федерации. Портал внешнеэкономической информации.* 2010. URL: http://www.ved.gov.ru/export-countries/br/br_commerc_info/br_exhibitions/br_exhib_reports/227.html/ (дата обращения: 11.02.2015).
- 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.
- Теплова Т. В.* Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // *Финансовый менеджмент.* 2011. № 1. С. 13–25.
- Abrosimova N., Dissanaik G., Linowski D.* Testing the Weak form Efficiency of the Russian Stock Market. University of Cambridge, Judge Institute of Management. EFA 2007. Paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=302287> (дата обращения: 07.11.2014).
- Aharony J., Swary I.* Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: an Empirical Analysis // *Journal of Finance.* 1980. Vol. 35. N 1. P. 1–12.
- Akben-Selcuk E., Altiok-Yilmaz A.* Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange // *International Business Research.* 2010. Vol. 3. N 3. P. 126–132.
- Amihud Y., Murgia M.* Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany // *Journal of Finance.* 1997. Vol. 52. N 1. P. 397–408.
- Anatolyev S.* A 10-year Retrospective on the Determinants of Russian Stock Returns // *Research in International Business and Finance.* 2008. N 22. P. 56–67.
- Andres C., Betzer A., van den Bongard I., Haesner C., Theissen E.* The Information Content of Dividend Surprises: Evidence from Germany // *Journal of Business Finance and Accounting.* 2013. Vol. 40. N 5–6. P. 620–645.
- Bekaert H., Harvey C., Lundblad C.* Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets // *Review of Financial Studies.* 2007. N 17. P. 1783–1831.
- Black B., Love I., Rachinsky A.* Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia // *Emerging Markets Review.* 2006. N 7. P. 361–379.

- Chen D., Liu H., Huang Ch. The Announcement Effects of Cash Dividend Changes on Share Prices. An Empirical Analysis of China // *The Chinese Economy*. 2009. Vol.42. N 1. P.62–85.
- Coetzee M. S., de Wet J. Dividend Tax, Dividend Payments and Share Values: A South African Perspective // *Corporate Ownership & Control*. 2014. Vol.11. N 3. P.242–252.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. A Theory of Overconfidence, Self-Attribution, and Security Markets Under- and Over-Reactions // Working paper. University of Michigan, 1997. <https://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpmfi/0412006.html> URL: <http://128.118.178.162/eps/fin/papers/0412/0412006.pdf>
- Divecha A., Morse D. Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1983. Vol.18. N 2. P.163–173.
- Easterbrook F. The Agency-Cost Explanation of Dividends // *American Economic Review*. 1984. Vol.74. N 4. P.650–659.
- Fama E. F. A Review of Theory and Empirical Work // *Journal of Finance*. 1970. Vol. 25. N 2. P. 383–417.
- Fama E. Efficient Capital Markets-II // *Journal of Finance*. 1991. Vol.46. N 5. P.1575–1617.
- Fama E. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance // *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol.49. N 3. P.283–306.
- Goriaev A., Zabotkin A. Risks of Investing in the Russian Stock Market: Lessons of the First Decade // *Emerging Markets Review*. 2006. N 7. P.380–397.
- 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.
- Gurgul H., Mestel R., Schleicher C. Stock Market Reactions to Dividend Announcements: Empirical Evidence from the Austrian Stock Market // *Financial Markets and Portfolio Management*. 2003. Vol.17. N 3. P.332–350.
- Hu Zuguang, Ahmed M. U. Dividend Announcement Effect on Stock Return: An Event Study on Shanghai Stock Exchange // 2010 Second WRI Global Congress on Intelligent Systems (GCIS). Vol.2. 2010. P.320–324.
- 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. // Working Papers Series. 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1624363 (дата обращения: 23.03.2013).
- Kinnunen J. Dynamic Return Predictability in the Russian Stock Market // *Emerging Markets Review*. 2013. N 15. P.107–121.
- Lang L., Litzberger R. Dividend Announcements — Cash Flow Signaling vs Free Cash Flow Hypothesis // *Journal of Financial Economics*. 1989. Vol.24. N 1. P.181–191.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World // *Journal of Finance*. 1999. Vol.54. N 2. P.471–517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // *Journal of Political Economy*. 1998. Vol.106. N 6. P.1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Agency Problems and Dividend Policies around the World // *Journal of Finance*. 2000. Vol.55. N 1. P.1–32.
- Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // *American Economic Review*. 1956. Vol.46. N 2. P.97–113.

- Lucey B., Voronkova S. Russian Equity Market Linkages before and after the 1998 Crisis: Evidence from Stochastic and Regime-Switching Cointegration Tests // *Journal of International Money and Finance*. 2008. N 27. P.1303–1324.
- MacKinlay A. Event Studies in Economics and Finance // *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol.35. N 1. 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.
- McGowan Jr., C. An Analysis of the Technical Efficiency in the Russian Stock Market // *International Business and the Economics Research Journal*. 2011. Vol.10. N 10. P.31–43.
- McGowan Jr., C., Ibrahim A. An Analysis of the Day-of-the-week Effect on the Russian Stock Market // *International Business and the Economics Research Journal*. 2009. Vol.8. N 9. P.25–30.
- Michaely R., Thaler R., Womack K. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions // *Journal of Finance*. 1995. Vol.50. N 2. P.573–608.
- Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // *Journal of Business*. 1961. Vol.34. N 4. P.411–433.
- Miller M.H., Rock, K. Dividend Policy under Asymmetric Information // *Journal of Finance*. 1985. Vol.40. N 4. P.1031–1051.
- Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *American Economic Review*. 1958. Vol.48. N 3. P.261–297.
- Mobarek A., Fiorante A. The Prospects of BRIC Countries: Testing Weak Form of Market Efficiency // *Research in International Business and Finance*. 2014. N 30. P.217–232.
- Sorensen J., Arveschoug T. The Informational Content of Dividend Changes: Empirical Evidence from a Small Stock Exchange (Copenhagen Stock Exchange) // *Working Papers Series 2004*. Aarhus School of Business. URL: <http://pure.au.dk/portal/files/2297/000133615-133615.pdf> (дата обращения: 21.02.2013).
- 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.
- Terence C., Cheng S., Wong E. A Comparison of Stock Market Efficiency of the BRIC Countries // *Technology and Investment*. 2009. Vol.1. N 4. P.245–238.
- 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.
- Yoon P.S., Starks L.T. Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements // *Review of Financial Studies*. 1995. Vol.8. N 4. P.995–1018.

References

- Berezinets I.V., Bulatova L.A., Il'ina Yu.B. Vliyanie ob»yavlenij o vyplate dividendov na dokhodnost' aktsij: issledovanie publichnykh kompanij razvivayushhegosya rynka Indii (Dividends Announcements Impact on the Stock Returns: Evidence from

- the Emerging Market of India). *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. Menedzhment*. 2013. Vyp. 4. P. 3–28.
- Gajdaev V. *Eto sladkoe slovo — dividendy* (This Sweet Word — Dividends). 2014. 15 September. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2558394>. (accessed: 07.11.2014).
- Glazunov Ya. Sovety konsul'tanta: kak ustranit' 40%-nyj diskont (Recommendations of the Advisert: How to Eliminate 40% Discount). *Vedomosti*. 2011. 1 March.
- Dividendnyj monitor (Dividend Monitor). *Bank Moskvyy*. 2013. URL: <http://www.bm.ru/> (accessed: 02.03.2013). http://algoritmus.ru/wp-content/uploads/2011/03/bm_01.pdf.
- Dividendnyj sezon 2014. Faktor polozhitel'noj pereotsenki rynka? (Dividend Season 2014. Factor Positive Revaluation of the Market?) *Promsvyaz'bank. Analiticheskij departament*. 19 noyabrya 2013. URL: <http://psbinvest.ru/upload/iblock/cd7/cd77-d18c5728c0ea003e509b890eff32.pdf> (accessed: 07.11.2014).
- Dividendy (Dividends). *Gazprom neft'*. 2013. URL: <http://ir.gazprom-neft.ru/share-data/dividends/> (accessed: 02.03.2013).
- Dolgopyatova T.G. Empiricheskij analiz korporativnogo kontrolya v rossijskikh kompaniyakh: kogda krupnye aktsionery otkhodyat ot ispolnitel'nogo upravleniya? (Empirical Study of Corporate Control Patterns in Russian Companies: When do Large Shareholders Leave Executive Management Jobs?). *Rossiiskij zhurnal menedzhmenta* (Russian Management Journal). 2007. T. 5. N 3. P. 27–52.
- Potrebitel'skij rynek v RF ostanetsya stimulom rosta ekonomiki (Consumer Market in Russia Will Encourage Economic Growth). *Prajm: agentstvo ekonomicheskoy informatsii*. 2013. URL: <http://www.1prime.ru/Finance/20130205/760962932.html> (accessed: 10.02.2013).
- Pro rynek (About the Market). *Finam*. 2013. URL: <http://www.finam.ru/analysis/forecasts> (accessed: 21.02.2013).
- Rossiiskij fondovyy rynek: 2012. Sobytiya i fakty (Russian Stock Market: 2012. Facts and Events). *NAUFOR*. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012.pdf> (accessed: 21.02.2013).
- Rossiiskij fondovyy rynek: 2013. Sobytiya i fakty (Russian Stock Market: 2013. Facts and Events). *NAUFOR*. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2013.pdf> (accessed: 07.11.2014).
- Sobytiya i rynki (Events and Markets). *Finam. Kholding «Finam», 1999–2013*. URL: <http://www.finam.ru/analysis/united/> (accessed: 02.03.2013).
- SKRIN. Sistema kompleksnogo raskrytiya informatsii SKRIN (Integrated Disclosure System of Information). *SKRIN*. 2013. URL: <http://www.skrin.ru/> (accessed: 02.03.2012).
- Stavka eksportnoj poshliny na nef' s 1 iyunya povyshaetsya do \$292,1 za tonnu (The Rate of Export Duty on Crude Oil from June 1, Increased to \$ 292.1 per Tonne). *Ministerstvo ekonomicheskogo razvitiya Rossijskoj Federatsii. Portal vneshneekonomicheskoy informatsii*. URL: http://www.ved.gov.ru/exportcountries/br/br_commerc_info/br_exhibitions/br_exhib_reports/227.html/ (accessed: 11.02.2015).
- Teplova T.V. Vliyaniye dividendnykh vyplat na rynochnuyu otsenku rossijskikh kompanij: empiricheskoe issledovanie metodom sobytijnogo analiza na rossijskikh i zarubezhnykh torgovykh (Impact of Cash Dividend Payments on Russian Companies' Market Capitalization: Event Study Testing on Russians and World's Stock Exchange). *Audit i finansovyy analiz*. 2008. Vyp. 2. P. 1–15.

- Teplova T. V. Reaktsiya tsen aksij na ob»yavleniya denezhnykh dividendov: signalizirovanie na rossijskom rynke do i posle krizisa (The Reaction of Share Prices on the Cash Dividend Announcement: Signaling in the Russian Market before and after the Crisis). *Finansovyj menedzhment*. 2011. N 1. P.13–25.
- Abrosimova N., Dissanaik G., Linowski D. Testing the Weak form Efficiency of the Russian Stock Market . University of Cambridge, Judge Institute of Management. *EFA 2007 Paper*. URL: <http://ssrn.com/abstract=302287> (accessed: 07.11.2014).
- Aharony J., Swary I. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: an Empirical Analysis. *Journal of Finance*. 1980. Vol.35. N 1. P.1–12.
- Akben-Selcuk E., Altiok-Yilmaz A. Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Business Research*. 2010. Vol.3. N 3. P.126–132.
- Amihud Y., Murgia M. Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance*. 1997. Vol.52. N 1. P.397–408.
- Anatolyev S. A 10-year Retrospective on the Determinants of Russian Stock Returns. *Research in International Business and Finance*. 2008. N 22. P.56–67.
- Andres C., Betzer A., van den Bongard I., Haesner C., Theissen E. The Information Content of Dividend Surprises: Evidence from Germany. *Journal of Business Finance and Accounting*. 2013. Vol.40. N 5–6. P.620–645.
- Bekaert H., Harvey C., Lundblad C. Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *Review of Financial Studies*. 2007. N 17. P.1783–1831.
- Black B., Love I., Rachinsky A. Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*. 2006. N 7. P.361–379.
- Chen D., Liu H., Huang Ch. The Announcement Effects of Cash Dividend Changes on Share Prices. An Empirical Analysis of China. *The Chinese Economy*. 2009. Vol.42. N 1. P.62–85.
- Coetzee M. S., de Wet J. Dividend Tax, Dividend Payments and Share Values: A South African Perspective. *Corporate Ownership & Control*. 2014. Vol.11. N 3. P.242–252.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. A Theory of Overconfidence, Self-Attribution, and Security Markets Under- and Over-Reactions. *Working paper*. University of Michigan, 1997. <https://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpfi/0412006.html> URL: <http://128.118.178.162/eps/fin/papers/0412/0412006.pdf> (accessed:).
- Divecha A., Morse D. Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1983. Vol.18. N 2. P.163–173.
- Easterbrook F. The Agency-Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*. 1984. Vol.74. N 4. P.650–659.
- Fama E. F. A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. 1970. Vol. 25. N 2. P. 383–417.
- Fama E. Efficient Capital Markets-II. *Journal of Finance*. 1991. Vol.46. N 5. P.1575–1617.
- Fama E. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol.49. N 3. P.283–306.
- Goriaev A., Zabotkin A. Risks of Investing in the Russian Stock Market: Lessons of the First Decade. *Emerging Markets Review*. 2006. N 7. P.380–397.

- 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.
- Gurgul H., Mestel R., Schleicher C. Stock Market Reactions to Dividend Announcements: Empirical Evidence from the Austrian Stock Market. *Financial Markets and Portfolio Management*. 2003. Vol. 17. N 3. P. 332–350.
- Hu Zuguang, Ahmed M. U. Dividend Announcement Effect on Stock Return: An Event Study on Shanghai Stock Exchange. *2010 Second WRI Global Congress on Intelligent Systems (GCIS)*. Vol. 2. 2010. P. 320–324.
- 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. *Working Papers Series*. 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1624363 (accessed: 23.03.2013).
- Kinnunen J. Dynamic Return Predictability in the Russian Stock Market. *Emerging Markets Review*. 2013. N 15. P. 107–121.
- Lang L., Litzenberger R. Dividend Announcements — Cash Flow Signaling vs Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Financial Economics*. 1989. Vol. 24. N 1. P. 181–191.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 1998. Vol. 106. N 6. P. 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*. 1999. Vol. 54. N 2. P. 471–517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. N 1. P. 1–32.
- Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*. 1956. Vol. 46. N 2. P. 97–113.
- Lucey B., Voronkova S. Russian Equity Market Linkages before and after the 1998 Crisis: Evidence from Stochastic and Regime-Switching Cointegration Tests. *Journal of International Money and Finance*. 2008. N 27. P. 1303–1324.
- MacKinlay A. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35. N 1. 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.
- McGowan Jr., C. An Analysis of the Technical Efficiency in the Russian Stock Market. *International Business and the Economics Research Journal*. 2011. Vol. 10. N 10. P. 31–43.
- McGowan Jr., C., Ibrahim A. An Analysis of the Day-of-the-Week Effect on the Russian Stock Market. *International Business and the Economics Research Journal*. 2009. Vol. 8. N 9. P. 25–30.
- Michaely R., Thaler R., Womack K. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50. N 2. P. 573–608.
- Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. 1961. Vol. 34. N 4. P. 411–433.
- Miller M. H., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. N 4. P. 1031–1051.

- Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. N 3. P. 261–297.
- Mobarek A., Fiorante A. The Prospects of BRIC Countries: Testing Weak Form of Market Efficiency. *Research in International Business and Finance*. 2014. N 30. P. 217–232.
- Sorensen J., Arveschoug T. The Informational Content of Dividend Changes: Empirical Evidence from a Small Stock Exchange (Copenhagen Stock Exchange). *Working Papers Series*. 2004. Aarhus School of Business. URL: <http://pure.au.dk/portal/files/2297/000133615-133615.pdf> (accessed: 21.02.2013).
- 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.
- Terence C., Cheng S., Wong E. A Comparison of Stock Market Efficiency of the BRIC Countries. *Technology and Investment*. 2009. Vol. 1. N 4. P. 245–238.
- 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.
- Yoon P.S., Starks L.T. Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *Review of Financial Studies*. 1995. Vol. 8. N 4. P. 995–1018.

Статья поступила в редакцию 18 ноября 2014 г.

Контактная информация

Березинец Ирина Владимировна — кандидат физико-математических наук, доцент; berezinets@gsom.pu.ru

Булатова Лилия Александровна — студентка программы магистратуры «Корпоративные финансы»; bulatova.bm2013@ledu.gsom.pu.ru

Ильина Юлия Борисовна — кандидат экономических наук, доцент; jilina@gsom.pu.ru

Смирнов Марат Владимирович — кандидат экономических наук, старший преподаватель; editor@rjm.ru

Berezinets Irina V. — Candidate of Sciences in Mathematics, Associate Professor; berezinets@gsom.pu.ru

Bulatova Liliya A. — Student, Master of Corporate Finance Program; bulatova.bm2013@ledu.gsom.pu.ru

Irina Yulia B. — Candidate of Sciences in Economics, Associate Professor; jilina@gsom.pu.ru

Smirnov Marat V. — Candidate of Sciences in Economics, Senior Lecturer; editor@rjm.ru