

## НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

# ЦЕНОВАЯ РЕАКЦИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА НА ОБЪЯВЛЕНИЯ КОМПАНИЙ О ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТАХ

**Е. М. РОГОВА, Г. О. БЕРДНИКОВА**

*Санкт-Петербургский филиал НИУ «Высшая школа экономики»*

В статье представлены результаты исследования ценовой реакции фондового рынка на объявления российских компаний о дивидендных выплатах. Исследования такого рода неоднократно проводились в развитых странах, и их результаты неоднозначны. В развивающихся странах, и особенно в России, наблюдается дефицит исследований дивидендной политики и влияния выплаты дивидендов на ценность компаний. Понимание того, какие сигналы дает выплата дивидендов инвесторам компаний и какие факторы должны принимать менеджеры во внимание при определении размера дивидендов, способно улучшить качество инвестиционных и финансовых корпоративных решений.

В данной статье проанализирована реакция российского рынка на объявления о дивидендных выплатах компаний различных отраслей экономики. Установлено, что акции компаний различных отраслей по-разному реагируют на объявления о дивидендных выплатах. Исследование проводилось методом анализа событий на выборке российских публичных компаний за период 2009–2013 гг.

*Ключевые слова:* дивидендные выплаты, фондовый рынок, дивидендная политика, реакция рынка, метод анализа событий.

Одним из основных вопросов корпоративных финансов является оценка влияния финансовых решений на рыночную ценность компании, которая в случае, если компания котируется на рынке, может быть определена через цену ее акций. Хотя еще в середине прошлого века М. Миллер и Ф. Модильяни [Miller, Modigliani, 1961] показали, что на совершенном рынке капитала финансовые решения не оказывают

влияния на цену акций, на деле рынок не является совершенным, и менеджеры при принятии решений должны принимать во внимание такие факторы, как асимметрия информации, наличие налогов, институциональные ограничения, трансакционные издержки и др.

Современные компании функционируют в агрессивной информационной среде. Как только фирма попадает на рынок,

она оказывается вовлеченной в мощный информационный поток и сама становится источником информации. Кроме того, важными источниками информации могут быть органы государственной власти, другие компании и даже природные явления. То или иное событие или информация о нем могут повлиять на котировки акций компаний.

Так, 17 января 2011 г. стало известно, что глава компании Apple Стив Джобс уходит в бессрочный отпуск по состоянию здоровья. После этого объявления в течение нескольких недель можно было четко проследить связь между новостями о его здоровье и ценами на акции компании [Apple..., 2011]. Еще один яркий пример влияния событий на котировки — японская электроэнергетическая компания Tokio Electric Power (Терсо). После аварии на атомной электростанции «Фукусима-1» цены на акции компании упали с 2149 до 399 иен за акцию чуть более чем за месяц и потом продолжали свое падение до уровня 207 иен через два месяца [Slodkowski, 2011]. Мы видим, что как компании, так и инвесторы не могут игнорировать новостной фон и им следует учитывать «событийный риск» при принятии тех или иных корпоративных решений.

Процесс осуществления дивидендной политики рассматривается наряду с другими процессами, влияющими на рыночную ценность компании и, как следствие, на благосостояние ее акционеров. На протяжении длительного времени исследователи пытаются найти взаимосвязь между ценностью компании и величиной выплачиваемых дивидендов.

Большая часть исследований реакции рыночной ценности компаний на изменения в размере дивидендов была проведена на развитых рынках (США, Германии, Великобритании, Дании и др.). Основной вывод, к которому пришли исследователи, состоит в том, что при увеличении размера дивидендных выплат цена акций возра-

стает и, наоборот, при снижении величины выплат уменьшается. Такая реакция рынка согласуется с сигнальной теорией дивидендов.

На развивающихся рынках исследования, посвященные изучению дивидендной политики, менее распространены. Следует отметить работу [Aivazian, Booth, 2003], в которой авторы сравнивали рынок США и развивающиеся рынки восьми стран. Однако они не изучали реакцию цен акций на изменение размера дивидендов, а лишь оценивали факторы, влияющие на дивидендную политику компаний. Оказалось, что эти факторы одинаковы как на развитых, так и на развивающихся рынках, отличается лишь степень их влияния. В 2013 г. было опубликовано исследование [Березинец, Булатова, Ильина, 2013], посвященное рынку Индии и анализу того, как информация о выплате дивидендов оказывала влияние на цены акций компаний.

В России данная проблематика изучена недостаточно. Это можно объяснить тем, что большинство котирующихся акционерных обществ пока не рассматривает решение о выплате дивидендов как инструмент, способный воздействовать на рыночную ценность компании. Можно выделить работы [Теплова, 2008; 2011], в которых оценивалась реакция российского рынка на объявления об изменении размера дивидендных выплат и была выявлена отрицательная реакция на новости о повышении дивидендов в среднем по рынку. При этом реакция по нефтегазовым компаниям отличалась от реакции по другим секторам экономики: рынок положительно воспринимал новости о росте дивидендных выплат и отрицательно — об их снижении. В этих работах анализировались данные вплоть до середины 2010 г., однако с тех пор ситуация на рынке претерпела серьезные изменения. Кроме того, интересным с теоретической и практической точек зрения представляется тестирование Т. В. Тепловой

реакции различных отраслей экономики на изменения дивидендных выплат.

Исходя из общей актуальности темы и недостаточной изученности проблематики дивидендной политики компаний в России главной целью данной работы является оценка реакции фондового рынка на информацию о дивидендных выплатах российских компаний. Основным вопросом исследования заключается в том, рассматривают ли инвесторы дивидендные выплаты как сигнал о стабильности и прибыльности компании и перспективах ее роста либо считают их изъятием части прибыли, которая могла бы быть направлена в прибыльные инвестиционные проекты. Кроме того, мы анализируем, одинакова ли реакция инвесторов на информацию о дивидендных выплатах в разных отраслях российской экономики или же имеются различия, связанные с инвестиционным потенциалом и перспективами роста отраслей.

### **Дивидендная политика российских компаний**

Под дивидендной политикой принято понимать часть общей финансовой стратегии акционерного общества, которая заключается в оптимизации пропорций между потребляемой (распределяемой на дивиденды) и реинвестируемой частями полученной им прибыли. Дивидендная политика предприятия должна отвечать на два ключевых вопроса.

1. Влияет ли величина дивидендов на совокупное богатство акционеров?
2. Если влияет, то какова должна быть оптимальная величина дивидендов?

Основным теоретическим основанием, на котором базируется оценка реакции рынка на выплаты дивидендов, выступает сигнальная теория [Miller, Rock, 1985]. В реальном мире из-за асимметрии информации истинная ценность компании очень часто неизвестна инвесторам. Дивиденды могут помочь улучшить представление ин-

весторов о ней. Согласно данной теории дивидендные выплаты сигнализируют о будущей прибыли компании. Высокие дивиденды дают рынку сигнал о высоких доходах компании, ее устойчивости, а также о ее перспективах [La Porta et al., 2000]. Однако в то же время высокие дивиденды могут означать, что менеджмент компании не видит возможностей быстрого роста и планирует сокращать инвестиции. Иными словами, информация о дивидендных выплатах является для рынка смешанным сигналом.

Анализ дивидендных выплат российских компаний позволяет сделать вывод о том, что значительное количество компаний платит дивиденды нерегулярно (так, только около 20% плательщиков дивидендов осуществляют промежуточные выплаты), а их размер в целом невелик. Как отмечается в [Теплова, Зальцман, 2013], за 2010 г. усредненная дивидендная доходность по рынку составила 1,3%. Однако в последние годы наблюдается постепенное увеличение размера дивидендных выплат, наряду с формализацией дивидендной политики во внутренних нормативных документах российских компаний. По расчетам некоторых специалистов, в 2013 г. дивидендная доходность на российском рынке в среднем составляла 4,41% [Орлова, Агамалова, 2014].

Дивидендной политике компаний в России присущ ряд специфических особенностей.

Прежде всего, это неравномерное развитие отраслей экономики. Драйверами роста экономики в России на протяжении длительного периода времени являются нефтегазовая промышленность, металлургия и телекоммуникации. Такая диспропорция оказывает влияние на получаемые доходы предприятий и, как следствие, на их распределение.

До кризиса 2008–2009 гг. более 80% всех дивидендных выплат приходилось на нефтегазовую отрасль [Лукаевич, 2007].

В посткризисный период нефтегазовые компании также составляют большинство среди платящих дивиденды торгуемых российских компаний. Это объясняется высокими ценами на энергоносители, капиталоемкостью деятельности и потребностью таких компаний в привлечении дополнительного финансирования, при традиционно невысоком в этой отрасли размере финансового рычага (среднее значение мультипликатора собственного капитала у 41 крупнейшей нефтяной компании, входящей одновременно в рейтинг крупнейших нефтегазовых компаний “*The Energy Intelligence Top 100: Ranking the World’s Oil Companies 2012*” и в рейтинг крупнейших компаний мира, по версии Financial Times, “*FT Global 500 December 2012*”, составляет 1,98, т.е. активы компаний лишь наполовину формируются за счет заемных источников [Rogova, 2014]). Именно возможность привлечь инвесторов вынуждает российские компании вести прозрачную дивидендную политику. Хотя нефтегазовые компании дают большую часть всех дивидендных выплат на рынке, доля прибыли, направляемой ими на дивидендные выплаты, относительно невелика (по сравнению с зарубежными аналогами) и составляет около 20%, т.е. лидерство по дивидендным выплатам обусловлено тем, что чистая прибыль компаний нефтегазовой отрасли по абсолютной величине намного превышает прибыль компаний других отраслей [Теплова, Зальцман, 2013].

Высокие и постоянные выплаты в телекоммуникационной отрасли объясняются их прибыльностью, а также уровнем корпоративного управления, соответствующим мировым стандартам. Кроме того, среди компаний данной отрасли достаточно много иностранных инвесторов, которые также оказывают влияние на дивидендную политику. Акции некоторых таких предприятий обращаются в виде депозитарных расписок на зарубежных биржах, таких как NYSE (New York Stock Exchange), LSE (London Stock Exchange) и др.

Еще одна отрасль российской экономики, хорошо развитая с точки зрения дивидендных выплат, — металлургическое производство и производство готовых металлургических изделий. Здесь наиболее яркими представителями выступают ОАО «Горно-металлургическая компания „Норильский никель“» и ОАО «Северсталь». Эти предприятия уже на протяжении длительного времени выплачивают как ежегодные, так и промежуточные дивиденды, постепенно увеличивая размер выплат. Согласно политике ОАО «Северсталь»<sup>1</sup> на выплату дивидендов должно направляться не менее 25% от чистой прибыли, рассчитанной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности. Аналогичные выплаты заявляет и ОАО «Горно-металлургическая компания „Норильский никель“».<sup>2</sup>

Еще одной особенностью российского рынка, влияющей на дивидендную политику, является высокая доля государства в структуре акционеров. В собственности Российской Федерации находятся акции более 4 тыс. акционерных обществ. 100%-я доля государства имеется в 84 АО, контрольный пакет — в 615.<sup>3</sup> Российской Федерации принадлежит 100% акций в ОАО «Российские железные дороги», 50,2% — в ОАО «Газпром», 50,03 % — в ОАО «Сбербанк России», существенные пакеты акций в энергетических компаниях и т.д.

С 2013 г. госкомпании должны направлять на дивидендные выплаты не менее 25% от чистой прибыли, формируемой в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета, и впоследствии база расчета будет изменена на прибыль,

<sup>1</sup> См.: Dividends. [http://www.severstal.com/eng/about/corporate\\_governance/dividends/index.phtml](http://www.severstal.com/eng/about/corporate_governance/dividends/index.phtml) (дата обращения: 21.06.2014).

<sup>2</sup> См.: Дивидендная политика. <http://www.nornik.ru/kompaniya/o-kompanii/korporativnoe-upravlenie/dividendnaya-politika> (дата обращения: 28.07.2014).

<sup>3</sup> См.: <http://regions.ru/news/660549/> (дата обращения: 14.11.2014).

формируемую в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности [Сигал, 2013]. Это может позитивно сказаться на изменении инвестиционной привлекательности акций госкомпаний, так как для многих из них разница между размерами чистой прибыли, формируемой по разным стандартам, весьма существенна. Так, у ОАО «Газпром» чистая прибыль по РСБУ за 2013 г. составила 628,3 млрд руб., а по МСФО — 1165,7 млрд руб., т. е. почти в два раза больше.<sup>4</sup> Очень существенна разница между показателями по ОАО «Транснефть» за 2013 г.: 11,26 млрд руб. по РСБУ и 158 млрд руб. по МСФО [Концевич, Обухова, 2014].

Хотя большинство госкомпаний регулярно выплачивает дивиденды, многие из них стараются найти способы не делить свои доходы с акционерами. Это обусловлено их низкой прибыльностью, масштабностью инвестиционных программ и высоким размером задолженности. Кроме того, распоряжение правительства относительно размера дивидендных выплат относится только к компаниям, акции которых принадлежат Росимуществу. Если же реализуются другие схемы владения акциями, то компания может не выполнять это требование. Так, в новом положении о дивидендной политике ОАО «Интер РАО ЕЭС», утвержденном 30 июня 2014 г., содержится целый перечень факторов, вследствие воздействия которых величина дивидендов может быть меньше требуемых 25% от прибыли по МСФО.<sup>5</sup>

Последний фактор, влияющий на дивидендную политику отечественных компаний, — законодательство. Главная проблема, с которой приходится сталкиваться

акционерам компаний в России, — это порядок расчетов компаний по дивидендам с владельцами акций. В мировой практике принята следующая очередность действий: вслед за рекомендацией совета директоров о выплате дивидендов и их размере принимается решение собрания акционеров о выплате дивидендов и дате закрытия реестра акционеров. Такая последовательность дает инвесторам возможность «охотиться за дивидендами», получая выгоды от изменений цен в этот период. В России до недавнего времени наблюдалась обратная ситуация. Совет директоров сначала определял дату закрытия реестра акционеров, четко очерчивая круг тех, кто может получить дивиденды. И лишь затем определялись размер дивидендных выплат и дата общего собрания акционеров. При этом зачастую между датой объявления размера дивидендов и датой закрытия реестров проходило всего один-два дня, что не давало возможности рыночным инвесторам не только воспользоваться информацией о дивидендных выплатах, но и иногда даже получить такую информацию. В некоторых же компаниях дата закрытия реестра предшествовала проведению общего собрания акционеров. Так, один из самых щедрых эмитентов на российском фондовом рынке — ОАО «Пивоваренная компания „Балтика“» — в 2010 г. закрыл реестр акционеров 18 февраля, совет директоров принял решение о размере дивидендных выплат 8 апреля, собрание акционеров было проведено 13 апреля, а сами дивидендные выплаты начали осуществляться 27 апреля.<sup>6</sup>

Федеральным законом от 29 декабря 2012 г. № 282-ФЗ<sup>7</sup> были внесены изменения

<sup>4</sup> См.: Отчетность ОАО «Газпром» за 2013 г. <http://www.gazprom.ru/investors/reports/2013/> (дата обращения: 28.07.2014).

<sup>5</sup> См.: Положение о дивидендной политике ОАО «Интер РАО ЕЭС». [https://www.interrao.ru/upload/docs/polozhenie\\_dividend\\_politika\\_n118\\_30\\_06\\_2014.pdf](https://www.interrao.ru/upload/docs/polozhenie_dividend_politika_n118_30_06_2014.pdf) (дата обращения: 28.07.2014).

<sup>6</sup> См.: Годовое общее собрание акционеров. <http://pda.corporate.baltika.ru/m/857> (дата обращения: 10.11.2014).

<sup>7</sup> Федеральный закон от 29.12.2012 № 282-ФЗ (ред. от 02.12.2013) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов



в систему правового регулирования корпоративных отношений и отношений ценных бумаг, вступившие в силу 1 января 2014 г. Согласно данному закону сначала определяется список имеющих право на участие в годовом общем собрании акционеров, а уже потом — список имеющих право на дивиденды. Реестр по дивидендам должен закрываться после того, как на собрании будет принято решение об их выплате, но не позднее 20 дней со дня годового общего собрания акционеров. Для компаний, чьи акции торгуются на бирже, дата закрытия реестра под дивиденды не может наступить раньше 10 дней до собрания акционеров и 20 дней после него.

Кроме того, изменились и сроки выплаты дивидендов. С 1 января 2014 г. дивидендные выплаты должны быть осуществлены в срок, не превышающий 25 рабочих дней с даты закрытия реестра (максимальный срок выплаты дивидендов номинальному держателю и доверительному управляющему не должен превышать 10 рабочих дней с этой даты). Ранее дивидендные выплаты осуществлялись в течение 60 дней после решения годового общего собрания акционеров, если иное было не предусмотрено предприятием. На практике же сроки растягивались до полугода.

Внесенные изменения в порядок закрытия реестра и сроки выплаты дивидендов благоприятны для инвесторов, так как, во-первых, сокращают сроки, в течение которых нужно владеть акциями компании, чтобы получить право на выплату дивидендов, а во-вторых, сроки самого получения дивидендов, что позволяет инвесторам быстрее высвободить средства под другие операции на рынке.

Таким образом, российские компании в настоящее время находятся на этапе совершенствования имеющейся дивидендной политики либо формирования эффективной

дивидендной политики, которая может рассматриваться как инструмент повышения их инвестиционной привлекательности и ценности компаний.

### **Исследования влияния объявлений о выплате дивидендов на рыночную ценность компании**

В настоящее время для большинства котирующихся компаний привлекательность их акций на рынке является одним из важных показателей успеха в бизнесе. Если акции компании могут конкурировать на рынке за внимание инвесторов, то компании легче привлечь дополнительный капитал для расширения бизнеса. На развивающихся рынках из-за значительной асимметрии информации и непрозрачности рынка инвесторы могут сделать адекватные выводы о компании только при условии, что они знают и правильно понимают ее инвестиционные возможности. В этом случае, например, высокие дивидендные выплаты могут послужить хорошим сигналом о будущей прибыли компании и ее ценности.

В одной из первых эмпирических работ, посвященных дивидендной политике [Lintner, 1956], Дж. Линтнер, анализируя решения о выплате дивидендов, установил, что для менеджеров более важны изменения дивидендных выплат, чем, собственно, их величина. Было обнаружено, что менеджеры компаний стараются избегать ситуаций, когда им приходится неожиданно для акционеров снижать величину дивидендных выплат, поскольку такие действия вызывают сильную негативную реакцию. Именно это соображение лежит в основе консерватизма менеджеров и в отношении повышения размера дивидендов: оно возможно, только если менеджеры уверены, что им удастся выплачивать их в будущем.

Анализу влияния объявлений о выплате дивидендов на курсовую цену акций посвящено большое количество работ. В США

Российской Федерации». КонсультантПлюс. [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_155178/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155178/) (дата обращения: 25.04.2014).

такие исследования получили распространение в 1980–1990-х гг. Причиной этому служило то, что доходы от дивидендов облагались более высоким налогом, чем прирост курсовой стоимости, выгоды акционеров от увеличения дивидендов не были очевидны и требовали дополнительного анализа.

Исследования американского рынка характеризовались общностью выводов: когда компания увеличивает свои дивиденды — цены на акции в среднем увеличиваются и наоборот. Одним из первых пришел к такому выводу автор работы [Pettit, 1972]. В [Aharony, Swary, 1980] также было отмечено, что, даже если исключить объявления о будущем росте прибыли, эффект останется прежним. В исследовании [Asquith, Mullins, 1983] на выборке из 168 компаний, выплачивающих дивиденды впервые либо возобновляющих дивидендные выплаты после как минимум 10-летнего перерыва, было продемонстрировано, что положительное влияние на цены акций оказывает не только решение платить дивиденды, но и размер первых дивидендных выплат.

В исследовании [Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002] была использована выборка за период с 1967 по 1993 г., содержащая только те наблюдения, изменения дивидендов для которых были больше 10%. Было обнаружено, что средняя избыточная доходность, связанная с увеличением дивидендов, равна 1,34%, а средняя избыточная реакция на уменьшение дивидендов составляет –3,71%.

Некоторые исследования (см., напр.: [Healy, Palepu, 1988; Michaely, Thaler, Womack, 1995]) рассматривают предельные случаи изменения дивидендов — начало выплат и объявления о прекращении выплат. В этом случае также наблюдается положительная реакция на увеличение дивидендных выплат при объявлениях о начале выплат и отрицательная — при новостях о прекращении выплат.

Авторы [Woolridge, Ghosh, 1985] пришли к нескольким отличающимся результатам и показали: если при объявлении о снижении дивидендных выплат компания докажет инвесторам, что денежные потоки пойдут на финансирование прибыльного проекта, то цена акций по крайней мере не уменьшится. В качестве примера использовалась компания Ford, которая в 1975 г. объявила о снижении квартальных дивидендов на акцию. Данное объявление Генри Форд II прокомментировал следующим образом: «Такое решение позволит сэкономить достаточно средств, чтобы профинансировать продукты, которые могут добавить прибыльности компании в будущие годы». После этого заявления акции компании выросли почти на 2%. Однако это скорее исключение из правил.

В работе [Amihud, Murgia, 1997] рассмотрена реакция уже европейского, а именно немецкого, фондового рынка на объявления о выплате дивидендов с учетом эффекта налогообложения. В рассматриваемый период времени (1988–1992 гг.) в Германии налоговое бремя для дохода от дивидендных выплат было ниже, чем для дохода от прироста курсовой стоимости акций. В такой ситуации в соответствии с сигнальной теорией информация об увеличении дивидендов не должна приводить к увеличению цены акций, поскольку выплата дивидендов в любом случае выгодна акционерам. Однако авторы установили, что, несмотря на разное налогообложение в США и Германии, реакция на объявления о дивидендах на этих рынках является схожей. Рост дивидендов вызывает положительную реакцию рынка.

Отметим, что даже на развитых рынках в некоторых случаях исследователи получают результаты, которыми справедливость сигнальной теории ставится под сомнение. Так, работа [Vieira, 2011] интересна тем, что представляет сравнение рынков Великобритании, Франции и Португалии. При этом если рынок Великобритании

демонстрирует результаты, сходные с рынком США, то на рынках Франции и Португалии значимая реакция на объявления компаний о дивидендных выплатах не наблюдалась.

Интересные и до некоторой степени противоречащие классической сигнальной теории результаты были получены в [Karim, 2010]. Автором было обнаружено, что в период с 2006 по 2008 г. акции компаний, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, не демонстрировали значимой реакции на объявления о выплате дивидендов, независимо от того, какая информация содержалась в этих сообщениях (об увеличении, сокращении или неизменности размера дивидендов). Акции же компаний на Лондонской фондовой бирже показывали положительную избыточную доходность в ответ на сообщения о сокращении дивидендов, отрицательную — как реакцию на увеличение размера дивидендов и не демонстрировали изменения доходности в ответ на информацию о неизменности дивидендов. Возможно, эти результаты объясняются периодом исследования, предшествовавшим и захватившим фазу финансового кризиса на американском рынке.

Большинство исследований влияния изменения дивидендов на рыночную ценность акций компаний осуществлялось на развитых рынках. Менее изучена ситуация в развивающихся странах. В этой связи достаточно интересна работа [Aivazian, Booth, 2003]. В ней проведено сравнение дивидендной политики компаний в США и на развивающихся рынках и сделан вывод о том, что дивидендная политика компаний из развивающихся стран зависит от тех же факторов, что и дивидендная политика американских фирм. В первую очередь на осуществление дивидендной политики влияют уровень прибыльности компании, уровень ее долга и отношение рыночной ценности к балансовой (*market-to-book ratio*). Однако степень влияния этих переменных разная.

Исследование [Aivazian, Booth, 2003] осуществлялось на данных рынков восьми стран: Иордании, Пакистана, Зимбабве, Индии, Кореи, Малайзии, Турции и Таиланда. Авторы пришли к выводу, что при увеличении рентабельности уровень выплачиваемых дивидендов возрастает, что соответствует теории остаточного денежного потока о дивидендах (*residual cash flow theory*). При высоком уровне долга дивидендные выплаты становятся меньше. Это позволило утверждать, что финансовые ограничения, отношение рыночной ценности компании к ее балансовой ценности, бизнес-риск и размер компании существенно влияют на дивидендную политику. При этом интересным результатом, которому авторы не нашли объяснения, является то, что уровень выплат дивидендов в развивающихся странах превышает уровень дивидендных выплат американских компаний.

В [Travlos, Trigeorgis, Vafeas, 2001] предложено эмпирическое подтверждение сигнальной теории для рынка Кипра, а в [Altiook-Yilmaz, Akben-Selcuk, 2010] — для рынка Турции. Авторы статьи [Березинец, Булатова, Ильина, 2013] подтвердили схожесть реакций на объявления о дивидендных выплатах рынков развивающихся (Индия) и развитых стран. Было установлено, что рынок Индии в среднем положительно реагирует на объявления о возросшей величине дивиденда, негативно — на объявления о сократившейся величине дивиденда и не реагирует на объявления о неизменной величине дивиденда.

Как уже отмечалось, исследованию российского рынка посвящены работы [Теплова, 2008; 2011], в которых, однако, были получены результаты, противоположные выводам большинства других исследований. Было зафиксировано, что рынок реагирует отрицательно на новости о повышении дивидендов. Более того, в кризисный период 2009–2010 гг. отрицательная реакция на объявления о повышении дивидендов становилась еще более ярко выраженной.



ной. При этом было продемонстрировано, что акции нефтегазовых компаний показывают более слабую отрицательную реакцию на новости о повышении дивидендов, чем акции компаний телекоммуникаций и связи. Объявления о снижении дивидендов, в свою очередь, не вызывали негативной реакции на рынке.

### Методология исследования

Для тестирования реакции рынка на объявления компаний о выплатах дивидендов традиционно применяется метод анализа событий (event studies). Метод основан на предположении об эффективности рынка, т. е. о рынке, на котором цены всегда полностью отображают доступную информацию. Реакция на новое событие, происходящее в определенный момент времени, оценивается через изменение вероятностного распределения цены акции в окне события. Метод базируется на статистической проверке гипотезы о значимом отличии от нуля математического ожидания избыточной доходности цены акции.

Фундаментальные работы, на основе которых базируются сегодняшние исследования с помощью метода анализа событий, относятся к 1960–1970 гг. В [Ball, Brown, 1968] рассматривалась реакция капитализации на объявления о финансовых результатах (прибыли) компаний. Работа [Fama et al., 1969] была посвящена исследованию того, насколько активно реагирует рынок на информацию о дроблении акций определенной компании. В работах [Fama, 1998; Kothari, Warner, 2007] при помощи метода анализа событий тестировалась эффективность рынка. Авторы [Booth, Smith, 1986] использовали метод анализа событий для оценки влияния финансовых решений на ценность компаний, а автор [Kothari, 2001] — для обобщения влияния на акции компаний разных типов информации, связанных с публикацией ими финансовой отчетности.

С методологической точки зрения интерес представляет работа [Peterson, 1989], где осуществлен обзор подходов, применяющихся при использовании метода анализа событий, и проведена их систематизация. Важнейшее значение для развития метода имеет работа [MacKinlay, 1997], в которой предложен алгоритм, состоящий из пяти стадий и ставший своеобразным стандартом проведения таких исследований.

Метод анализа событий используется при проведении эмпирических исследований на финансовых рынках в случаях, когда задачей является проверка реакции рынка на рассматриваемое событие. Так, он применяется в работах, посвященных анализу влияния на капитализацию компаний различных корпоративных решений (для российского рынка см., напр.: [Теплова, 2008; 2011; Григориади, Ивашковская, Шамраева, 2009; Окулов, 2010; Чиркова, Чувствина, 2011; Григорьева, Ивашковская и др., 2012]). С точки зрения методологии интерес также представляет работа [Жлимарев, Студников, 2011], в которой подробно описан сам метод и выявлены основные проблемы его применения.

Алгоритм метода анализа событий хорошо известен и включает следующие основные этапы.

*Определение события.* В качестве события могут выступать новости об изменениях в законодательстве, объявления о слияниях и поглощениях, публикация финансовых результатов деятельности компаний, информация о выплатах дивидендов, объявления о смене генерального директора организации и др. При этом важно, чтобы событие было известно всем участникам рынка, действительно имело место и было локализованным по времени [Окулов, 2010].

В настоящей работе в качестве события рассматриваются объявления компаний о выплатах дивидендов. Под объявлением о выплатах дивидендов здесь принимались

рекомендации советов директоров, содержащие размер и в ряде случаев дату выплаты дивидендов.

Выбор длины *окна события* (промежутков времени, в течение которого будут наблюдаться цены на акции) и *окна оценивания* (промежутков, в течение которого оцениваются параметры модели), а также расчет фактической доходности акций в окне события.

Пусть событие было объявлено в период времени  $t_0 = 0$ . Все временные точки переводим в теоретическую шкалу, на которой  $t_0$  является точкой отсчета. Границы окна события задаются рамками от  $t_1$  до  $t_2$  так, что  $t_1 \leq t_0 \leq t_2$ . Таким образом, в качестве окна события может рассматриваться даже один день — день объявления о событии. Однако информация о нем может распространиться раньше официального заявления, вследствие проникновения на рынок инсайдерской информации, поэтому принято использовать окно события шире одного дня. В исследованиях, посвященных оценке реакции цен акций на дивидендные выплаты, используются разные величины окна события, варьирующиеся от 5 [Lucose, Rao, 2010] до 21 дня [Теплова, 2011]. В нашем исследовании будет использоваться 11-дневный промежуток времени для анализа, т. е.  $t_1 = -5$ ,  $t_2 = 5$ .

Окно оценивания от  $t'_1$  до  $t'_2$ , как и окно события, должно объясняться видом исследуемого события, и для чистоты исследования окно оценивания и окно события не должны пересекаться. Схематически это можно представить следующим образом (рис. 1).

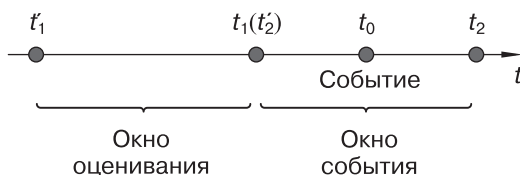


Рис. 1. Границы окна события и окна оценивания

В рамках окна оценивания рассчитываются ожидаемые доходности акций в период окна события, а затем, в каждый день окна события, определяются избыточные доходности.

Аналогично окну события окно оценивания выбирается исходя из изученных исследований по данной теме. Стандартно окно оценивания используют в диапазоне от 100 до 300 дней. В данном исследовании оценочное окно равно 120 дням, от  $t'_1 = -125$  до  $t'_2 = -5$ . Окно оценивания и окно события не пересекаются друг с другом, что сводит к минимуму возможность влияния нашего события на оценку нормальной доходности.

Расчет *нормальной доходности*, которую должны демонстрировать акции компании при отсутствии исследуемого события. Чаще всего используется модель постоянной средней доходности или различные рыночные модели, например модель оценки капитальных активов CAPM. В данной работе расчет нормальной доходности произведен на основе рыночной модели:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i \cdot E(R_m), \quad (1)$$

где  $E(R_i)$  — ожидаемая ставка доходности на актив;  $E(R_m)$  — ожидаемая доходность рыночного портфеля;  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  — коэффициенты регрессионной модели для акций компании  $i$ .

В качестве рыночных доходностей используются доходности индексов бирж, на которых торгуются акции анализируемых компаний. Коэффициенты  $\alpha$  и  $\beta$  рассчитываются на основе метода наименьших квадратов по данным в течение окна оценивания.

Расчет *избыточной доходности* — разницы между фактической доходностью и нормальной доходностью. Фактические доходности акций, наблюдаемые в каждый день  $t$  окна события, могут быть рассчитаны следующим образом:

$$R_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1, \quad (2)$$

где  $R_t$  — фактическая доходность акции в день  $t$ ,  $P_t$  — цена акции в день  $t$ ,  $P_{t-1}$  — цена акции в день  $t - 1$ .

При расчете доходностей могут использоваться ежедневные котировки акций компаний, а также еженедельные и ежемесячные. Для оценки сверхкраткосрочного (час, полчаса, десять минут) влияния событий на цену акций могут использоваться и внутридневные котировки, однако в силу того, что такие котировки обычно не находятся в свободном доступе в том же объеме, что и ежедневные, широкого распространения такие оценки не получили. В данном исследовании используются ежедневные доходности, рассчитанные по формуле (2) с использованием цен закрытия акций, что соответствует обычной практике.

Для оценки влияния события рассчитывается избыточная доходность (abnormal return), как разность между фактически наблюдаемой доходностью ценной бумаги и ожидаемой доходностью на протяжении окна события:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t} | X_t), \tag{3}$$

где  $AR_{i,t}$  — избыточная доходность акций  $i$ -й компании в день  $t$ ,  $R_{i,t}$  — фактически наблюдаемая доходность акций  $i$ -й компании в день  $t$ ,  $X_t$  — параметр, характеризующий рыночный индекс в день  $t$ ,  $E(R_{i,t} | X_t)$  — ожидаемая доходность  $i$ -й компании в день  $t$ .

Для того чтобы избежать проявления случайных колебаний доходностей, избыточные доходности накапливают в окне события и усредняют по всей выборке событий. Накопленная избыточная доходность (cumulative abnormal return —  $CAAR$ ) [Kothari, Warner, 2007] рассчитывается по следующей формуле:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}, \tag{4}$$

где  $CAR_i(t_1; t_2)$  — накопленная избыточная доходность в рамках окна события;  $t_1$  —

нижняя граница окна события;  $t_2$  — верхняя граница окна события.

Если используется не одно событие, а группа из  $N$  однородных, то проводят усреднение по всей выборке как избыточной доходности, так и накопленной избыточной доходности. Усредненная избыточная доходность (average abnormal return —  $AAR_t$ ) по группе однородных событий для каждого дня  $t$  находится следующим образом:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N AR_{i,t}. \tag{5}$$

Усредненная накопленная избыточная доходность (cumulative average abnormal return —  $CAAR$ ) определяется как сумма усредненных избыточных доходностей за каждый день окна события:

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t, \tag{6}$$

где  $CAAR(t_1; t_2)$  — усредненная накопленная избыточная доходность по группе событий в рамках окна события.

Анализируя поведение усредненной накопленной избыточной доходности, можно сделать вывод о том, как та или иная группа событий влияет на рыночную доходность акций компаний.

Проверка гипотезы о том, что математическое ожидание избыточной доходности, рассчитанной таким образом, будет равно нулю. Если эта гипотеза не может быть отвергнута, то реакция рынка на исследуемое событие отсутствует:

$$H_0: E[CAAR(t_1; t_2)] = 0, \tag{7}$$

$$H_1: E[CAAR(t_1; t_2)] \neq 0. \tag{8}$$

Наиболее часто для проверки гипотез в рамках событийного анализа исследователи используют параметрический тест Пателля [Patell, 1976], ВМР-тест [Boehmer, 1991] либо непараметрические тесты

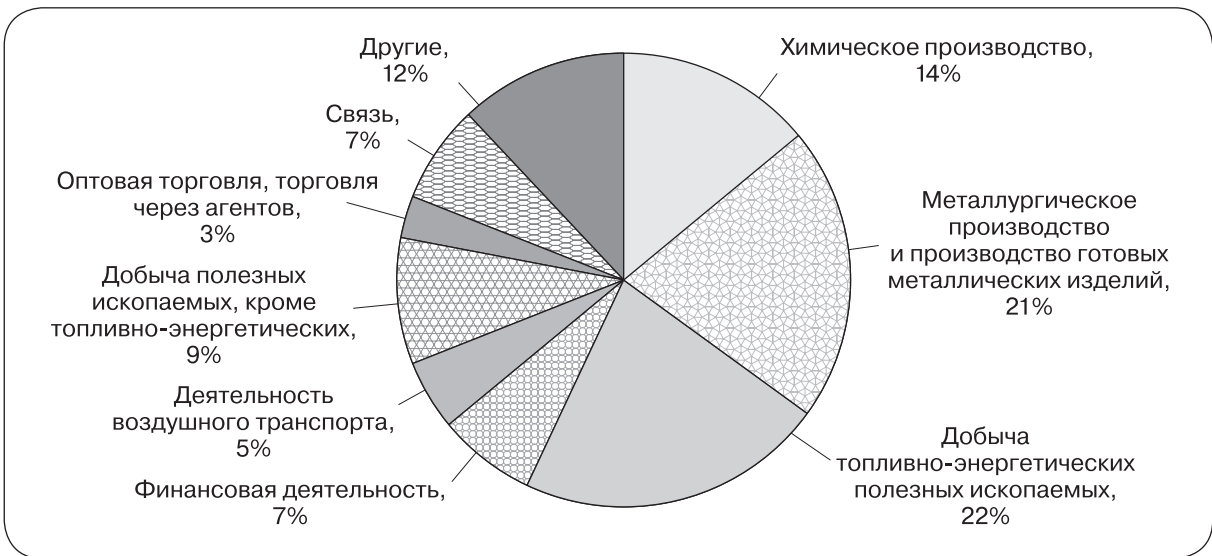


Рис. 2. Распределение компаний выборки по отраслям

Коррадо (GRANK) [Corrado, Zivney, 1992, Kolari, 2010] и Коуэна (GSIGN).<sup>8</sup> Выбор теста зависит от цели исследования, выбранных окон и данных. Главный показатель, влияющий на выбор теста, — длина окна события.

### Выборка и гипотезы исследования

Как отмечалось, в качестве события выступают объявления компаний о выплате дивидендов. Поиск был произведен в электронной базе данных EMIS (Emerging Markets Information Service<sup>9</sup>) среди информационных сообщений под заголовком dividend payment. В выборку попали компании, которые объявляли о своих дивидендных выплатах с 1 января 2009 г. до 1 января 2014 г. Первоначальная выборка содержала 268 объявлений. Объявления были проанализированы на предмет того, не происходило ли в период, соответству-

ющий окну события, других значимых событий, которые могли бы повлиять на цену акций. Кроме того, в выборке были оставлены лишь те компании, торги акциями которых в анализируемый промежуток времени осуществлялись ежедневно. В итоговой выборке оказалось 115 объявлений 58 компаний различных отраслей экономики. Более 50% выборки приходится на химическое производство, металлургическое производство и добычу топливно-энергетических полезных ископаемых (рис. 2).

Компании, попавшие в выборку, торгуют своими акциями как на Московской межбанковской валютной бирже, так и на зарубежных биржах (LSE, NASDAQ и др.). Однако в связи с тем, что мы исследуем реакцию на события на российском рынке, исследование ограничено ММВБ.

Информация, собранная для проведения исследования, включала название компаний, объявивших о дивидендных выплатах, дату объявления, отрасль, к которой принадлежит компания, а также информацию о том, увеличились или уменьшились дивиденды. На основе этой информации были выделены три группы объявлений:

<sup>8</sup> *Significance Tests. Eventstudytools.* <http://www.eventstudytools.com/significance-tests> (дата обращения: 30.04.2014).

<sup>9</sup> О базе данных EMIS (Emerging Market Information Service) см.: <http://www.anbr.ru/smart/zarubezhnye/emis/>.

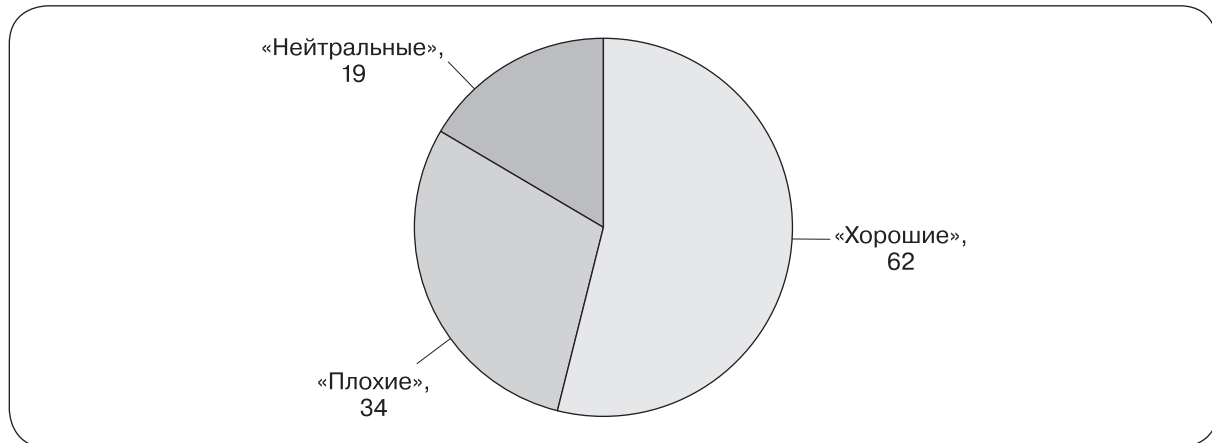


Рис. 3. Распределение типов объявлений в выборке

«хорошие», «плохие» и «нейтральные». Хотя исследователи отмечают, что инвесторы по-разному воспринимают известия о росте или уменьшении дивидендных выплат (если инвесторы предпочитают компании, не тратящие ресурсы на выплату дивидендов, то информация об увеличении дивидендов не является для них хорошей новостью [Солодухина, Репин, 2009]), в данной работе мы придерживаемся общепринятого подхода, относя к «хорошим» новостям информацию о росте дивидендов.

К «хорошим» новостям относились объявления об увеличении дивидендов более чем на 5% и объявления о возобновлении выплаты дивидендов. К «плохим» новостям попадали объявления об уменьшении дивидендных выплат более чем на 5% и об отказе от выплаты дивидендов после того, как компания выплачивала их на протяжении некоторого периода. К третьей группе («нейтральные» новости) были отнесены объявления, которые содержали информацию о том, что размер дивидендов не меняется либо меняется незначительно (уменьшается или увеличивается менее чем на 5%). В итоговой выборке более половины новостей оказались «хорошими», около трети — «плохими» и остальные — «нейтральными» (рис. 3).

Поскольку большинство существующих исследований по данной проблематике приводит к выводу, что при увеличении дивидендных выплат цена акций увеличивается, а при снижении — уменьшается, были выдвинуты три основные гипотезы.

*Гипотеза 1. Объявления российских компаний об увеличении дивидендных выплат влекут за собой увеличение цены акций компаний.*

*Гипотеза 2. Объявления российских компаний об уменьшении дивидендных выплат влекут за собой уменьшение цены акций компаний.*

*Гипотеза 3. Объявления о неизменных дивидендных выплатах не влияют на цену акций российских компаний.*

Учитывая то, что российский рынок отличается преобладанием на нем компаний из определенных отраслей, мы предполагаем, что реакция рынка на объявления компаний из различных отраслей экономики будет отличаться. Соответственно, сформулируем следующую гипотезу для случая «хороших» новостей.

*Гипотеза 4. Реакция на «хорошую» новость будет меняться в зависимости от отрасли, в которой функционирует компания.*



## Результаты исследования

В соответствии с предпосылками и методологией метода анализа событий избыточные доходности ( $AR$ ), накопленные избыточные доходности ( $CAR$ ) и усредненные накопленные избыточные доходности ( $CAAR$ ) являются случайными величинами. Необходимо проверить гипотезу о равенстве математического ожидания величины  $CAAR$  нулю. Если гипотеза не отвергается, то реакция рынка на данное событие отсутствует.

Поскольку сформированная нами выборка невелика, для проверки нормальности распределения не следует использовать параметрические тесты из опасения получить некорректные результаты [Климарев, Студников, 2011]. Поэтому в данном исследовании применяется непараметрический тест Коррадо ( $GRANK$ ). Для проведения этого теста сначала нормируются на стандартное отклонение накопленные избыточные доходности в окне события и избыточные доходности в окне оценивания. Затем рассчитывается нормированная накопленная избыточная доходность  $GSAR_{i,t}$ :

$$GSAR_{i,t} = \begin{cases} SCAR_i & \text{для окна события;} \\ SAR_{i,t} & \text{для окна оценивания,} \end{cases} \quad (9)$$

где  $SCAR_i$  — нормированная на стандартное отклонение накопленная избыточная доходность в окне события (все окно события рассматривается как один промежуток времени) по акциям компании  $i$ ;  $SAR_{i,t}$  — нормированная на стандартное отклонение избыточная доходность акций компании  $i$  в окне оценивания.

Затем рассчитывается средний ранг по выборке:

$$k_{i,t} = \frac{\text{rank}(GSAR_{i,t})}{L_1 + 1}, \quad (10)$$

где  $L_1$  — число наблюдений доходности в рамках окна оценивания.

Тестовая статистика рассчитывается по формуле:

$$t_{GRANK} = Z \left( \frac{L_1 - 2}{L_1 - 1 - Z^2} \right)^{1/2}, \quad (11)$$

$$Z = \frac{\bar{k}_0}{\sigma_{\bar{k}}},$$

$$\sigma_{\bar{k}} = \sqrt{\frac{1}{L_1} \sum_{t \in CW} \frac{N_t}{N} \bar{k}_t^2},$$

$$\bar{k}_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} k_{i,t},$$

где  $N$  — количество событий (объявлений о дивидендных выплатах),  $N_t$  — количество объявлений по компаниям, по которым нет пропусков в днях торгов и можно рассчитать ежедневную доходность,  $CW$  — объединенное окно, состоящее из окна оценивания и окна события и рассматриваемое как один промежуток времени.

Для того чтобы сделать вывод о значимости влияния события, следует сравнить полученное значение  $t_{GRANK}$  с табличным значением  $t$ -статистики Стьюдента. Если  $|t_{\text{расч.}}| < |t_{\text{крит.}}|$ , то нулевая гипотеза (7) принимается. Если  $|t_{\text{расч.}}| > |t_{\text{крит.}}|$ , то принимается альтернативная гипотеза (8). Посчитав тестовые статистики и протестировав гипотезу, получим вывод о том, влияет исследуемое событие на цену акций компаний (нулевая гипотеза отклоняется) или нет (нет оснований отклонить нулевую гипотезу).

Значения тестовой статистики для сформированной выборки по всем типам объявлений представлены в табл. 1.

Гипотеза о нормальности распределения выборки «хороших» объявлений отвергается на 5%-м уровне значимости, а гипотеза о нормальности распределения выборки «плохих» объявлений отвергается на 10%-м уровне значимости. Таким образом, объявления об изменениях в размере дивидендных выплат компании значимо влияют на цену акций компании. «Нейтральные» новости, напротив, не влия-

Таблица 1

## Значения тестовой статистики для всех типов объявлений

Тип объявления	$t_{GRANK}$	Табличное значение критерия Стьюдента	
		10% -й уровень значимости	5% -й уровень значимости
«Хорошее»	-8,075*	1,676	2,009
«Плохое»	-2,021**	1,699	2,045
«Нейтральное»	-1,6041	1,753	2,131

Примечание: \* — значимо на 5%-м уровне значимости;

\*\* — значимо на 10%-м уровне значимости.

Таблица 2

## Усредненные накопленные избыточные доходности (CAAR) для типов объявлений

День события	Тип объявления		
	«Хорошее»	«Нейтральное»	«Плохое»
-5	-0,0043	-0,0008	-0,0108
-4	-0,0110	0,0065	-0,0056
-3	-0,0071	0,0119	-0,0134
-2	-0,0077	0,0096	-0,0079
-1	-0,0066	0,0075	-0,0136
0	-0,0010	0,0129	-0,0106
1	-0,0156	0,0133	-0,0127
2	-0,0164	0,0118	-0,0251
3	-0,0238	0,0101	-0,0524
4	-0,0287	0,0081	-0,0625
5	-0,0334	0,0066	-0,0272

ют на доходность акций компании, т. е. выдвинутая в исследовании гипотеза 3 подтверждается.

Для проверки гипотез 1–2 по нашей выборке для каждого объявления были найдены значения избыточной доходности и накопленной избыточной доходности. Для каждой группы новостей рассчитаны усредненные накопленные избыточные доходности в каждый день событийного окна (табл. 2).

Анализ усредненной накопленной избыточной доходности показывает, что «хорошая» новость (объявление об увеличении дивидендов) с 2009 по 2014 г. негативно воспринимается фондовым рынком (рис. 4).

На рисунке можно наблюдать отрицательную накопленную усредненную избы-

точную доходность на протяжении всего событийного окна, т. е. цена акций уменьшается в течение рассматриваемого периода. Отметим, после того как все участники рынка узнают о том, что компания увеличивает дивиденды, т. е. после момента  $t = 0$ , цены акций начинают уменьшаться более высокими темпами по сравнению с предыдущими пятью днями до объявления. Итак, гипотеза 1 о том, что новость об увеличении дивидендов вызывает увеличение цены акций компании, оказалась неверна.

Далее рассмотрим реакцию рынка на «плохую» новость (рис. 5). На рисунке ярко выражена положительная реакция рынка на «плохую» новость на протяжении всего событийного окна. Значения кумулятивной усредненной избыточной доходности

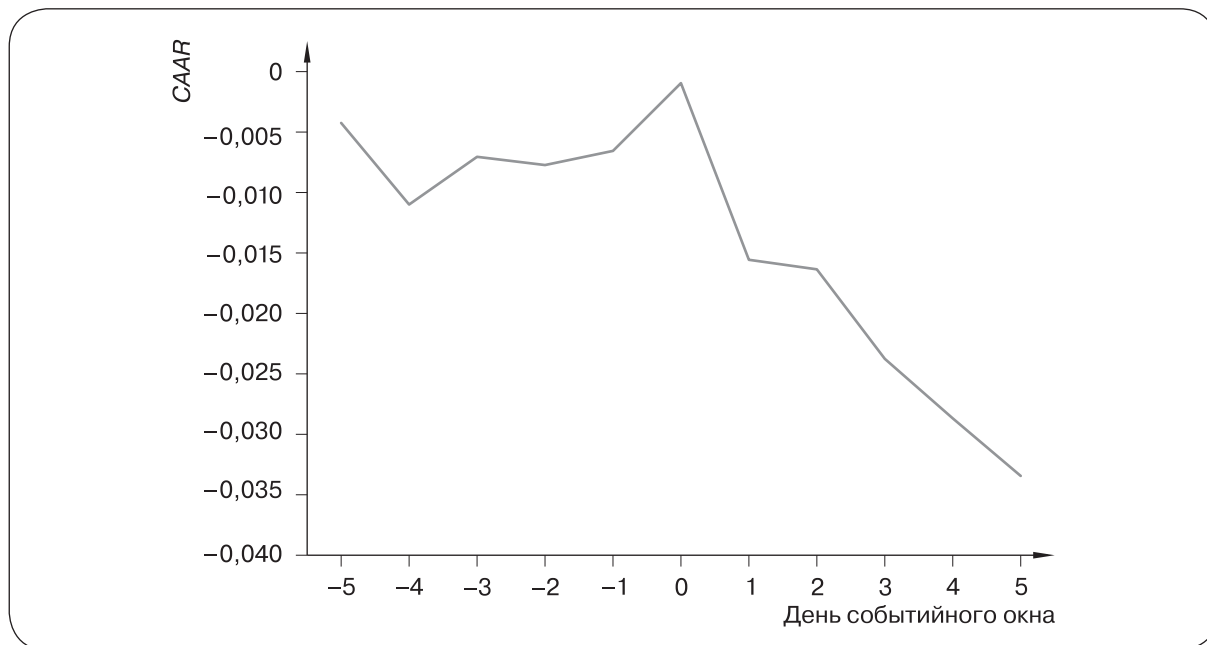


Рис. 4. Реакция рынка на «хорошую» новость

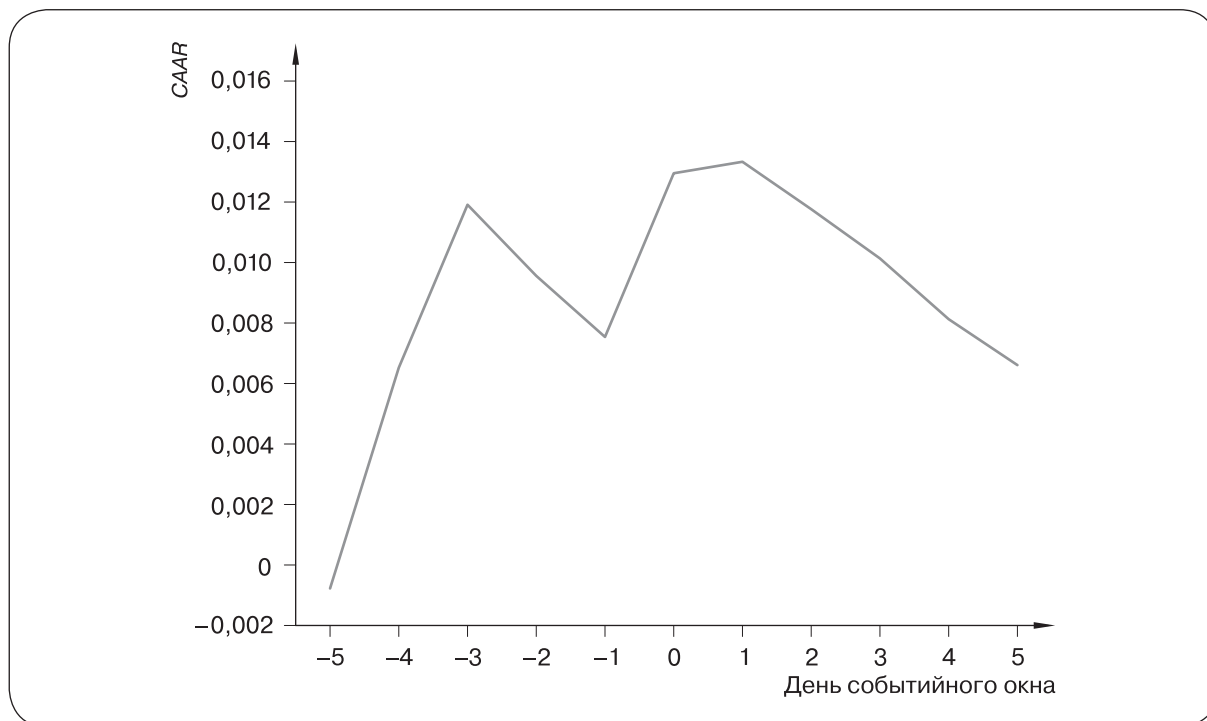


Рис. 5. Реакция рынка на «плохую» новость

больше нуля и возрастают, т. е. в среднем цена акций растет при объявлении компа-

ниями о снижении дивидендов. Наша гипотеза 2 также отвергается.

Таблица 3

## Взаимосвязь изменений дивидендной политики и финансового рычага компаний

Год	Одновременное увеличение дивидендных выплат и финансового рычага	Одновременное снижение дивидендных выплат и финансового рычага	Отсутствие взаимосвязи между дивидендными выплатами и изменением финансового рычага
2009	0	0	14
2010	2	1	29
2011	7	0	27
2012	9	4	18
2013	7	4	27

Отметим схожесть полученных нами результатов с выводами работ [Теплова, 2008; 2011]. Несмотря на тенденцию к увеличению выплаты дивидендов, реакция рынка не изменилась и по-прежнему является негативной при получении информации об увеличении дивидендных выплат. Такая обратная реакция была также отмечена еще в ряде случаев, в работе [Sorensen, Arveschoug, 2004] для фондового рынка Дании и в работе [Karim, 2010] для компаний, торгующихся на Лондонской фондовой бирже.

Увеличение размера дивидендов может восприниматься акционерами с двух противоположных точек зрения. Позитивный смысл этой новости состоит в том, что увеличение дивидендов приносит дополнительный доход акционерам, тем самым снижая риск того, что их вложения в ценную бумагу не окупятся. Негативный эффект заключается в потенциальной потере акционером будущей прибыли, которую он мог бы получить, если бы компания использовала все свои инвестиционные возможности. Таким образом, анализируя реакцию рынка на объявления о дивидендах, можно сделать вывод о том, что для инвестирующих в российские компании гораздо важнее будущий доход от инвестиционной деятельности, нежели текущий — от дивидендов.

В отличие от результатов, полученных в [Теплова, 2008; 2011], нами была за-

фиксирована не только отрицательная реакция на новости об увеличении дивидендов, но и значимая позитивная реакция на информацию об их снижении.

Для объяснения данного наблюдения мы попытались установить взаимосвязь между изменениями дивидендных выплат и структуры капитала компаний. Действительно, инвесторы могут негативно реагировать на увеличение дивидендных выплат и позитивно — на их снижение, понимая, что рост дивидендных выплат при наличии у компаний инвестиционных возможностей требует увеличения финансового рычага, т.е. увеличения долгового бремени. Однако нам не удалось установить для нашей выборки устойчивых взаимосвязей между изменениями размера дивидендных выплат и величины финансового рычага (табл. 3). Из таблицы видно, что компаний, одновременно увеличивающих дивидендные выплаты и финансовый рычаг, больше, чем компаний, одновременно уменьшающих оба показателя, однако большинство изменений в дивидендной политике не связано с изменениями финансового рычага.

Данное наблюдение согласуется с результатами, полученными другими исследователями. Так, в [Ружанская, Лукьянов, 2010] авторы, анализируя дивидендную политику компаний Уральского федерального округа, пришли к выводу о том, что структура капитала не играет существенной роли в решении о выплате дивидендов

Таблица 4

## Значения тестовых статистик для различных отраслей

Отрасль	$t_{GRANK}$	Табличное значение критерия Стьюдента	
		10%-й уровень значимости	5-й% уровень значимости
Химическое производство	-3,045*	1,943	2,446
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	-6,233*	1,895	2,365
Добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	-3,323*	2,015	2,570
Металлургическое производство	-3,324*	1,895	2,365

Примечание: \* — значимо на 5%-м уровне значимости.

и компании принимают решения об удовлетворении интересов собственников в получении дивидендов независимо от возможностей сделать это. Этим же объясняется и появление в выборке 18 объявлений об увеличении дивидендных выплат, когда компании выплачивали в виде дивидендов суммы, превышавшие величину их чистой прибыли.

Проверим, различается ли реакция компаний на объявления об изменении дивидендных выплат в разных секторах экономики. Так как увеличение дивидендов более распространенная практика, чем их снижение, протестируем реакцию цен акций компаний на «хорошую» новость в разных секторах экономики (гипотеза 4). Для этого мы разделили выборку на несколько групп в зависимости от отрасли, в которой функционирует компания. Как показано на рис. 2, наиболее распространенными в нашей выборке оказались объявления компаний таких отраслей, как химическое и металлургическое производство, добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и иных полезных ископаемых.

Для проверки гипотезы о значимости влияния объявлений отдельной отрасли на рыночную цену акций был проведен тест Коррадо (табл. 4).

Все отраслевые подвыборки имеют распределение, отличное от нормального, т. е. новости в этих выборках значимо влияют

на рыночную стоимость акций компании. Рассмотрим поведение кривых кумулятивных усредненных избыточных доходностей (CAAR) разных отраслей (рис. 6).

Рис. 6 указывает на то, что гипотеза 4 может быть принята. Цены акций компаний топливно-энергетической и металлургической отраслей достаточно умеренно негативно реагируют на информацию о повышении дивидендов.

Как отмечается в [Теплова, 2008], инвесторы склонны рассматривать компании нефтегазовой отрасли (добыча топливно-энергетических полезных ископаемых на российском фондовом рынке практически полностью представлена компаниями нефтегазовой отрасли) в качестве «дойных коров», которые должны приносить текущие выплаты даже в ситуации кризисных явлений в экономике. Кроме того, в соответствии с выводами, сделанными в работе [Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002] и ряде других исследований, положительная реакция цен акций на объявления о росте дивидендов характерна для компаний, достигших фазы зрелости. В данном исследовании мы не ставили своей целью протестировать взаимосвязь жизненного цикла и дивидендной политики компаний, но сдержанность негативной реакции акций на рост дивидендных выплат в отрасли добычи топливно-энергетических полезных ископаемых и в металлургической отрасли может свидетельствовать о том, что ком-



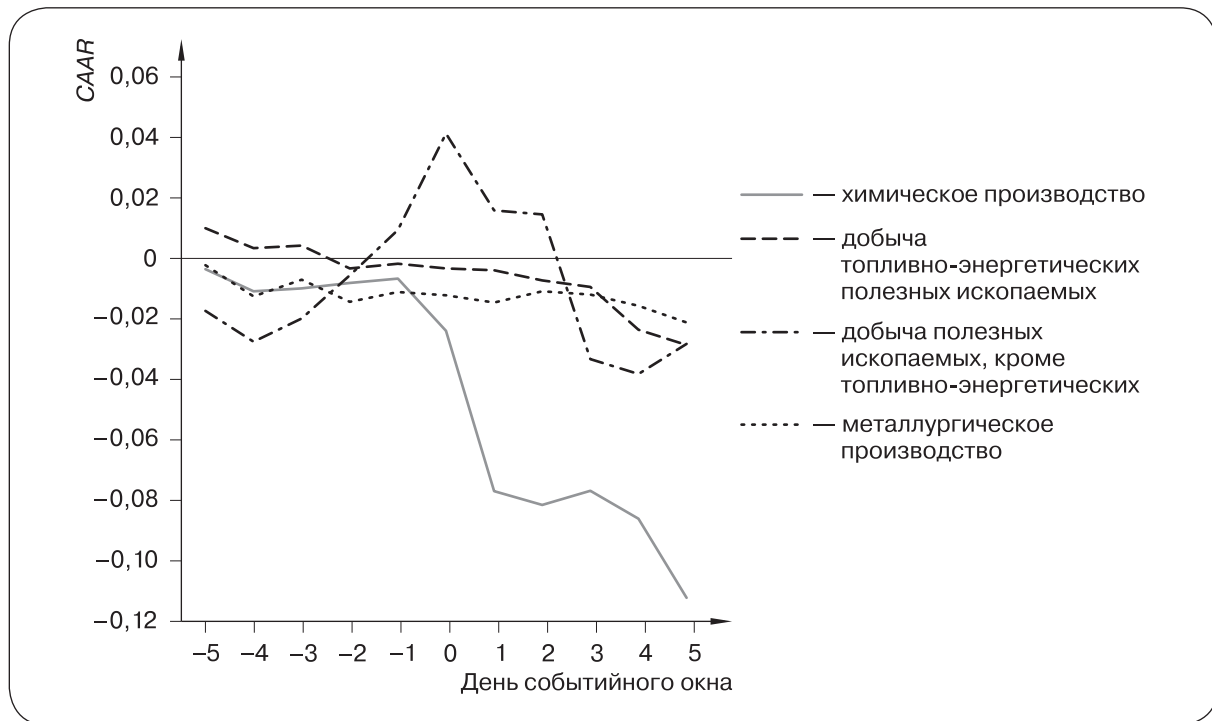


Рис. 6. Реакция цен акций компаний различных отраслей экономики на увеличение дивидендных выплат

пании этих отраслей находятся в фазе зрелости.

Кроме того, оказывает серьезное влияние и конъюнктура рынка. Так, темпы добычи топливно-энергетических полезных ископаемых, как это показано в табл. 5, в последние годы замедляются. Впервые за последние четыре года не растет металлургическое производство, при впечатляющей динамике замедления темпов роста в предыдущие годы. Основной причиной послужило снижение цен на мировом рынке, на фоне наращивания добычи нефти и газа, а также выплавки стали и чугуна в мире.

Более интересна реакция компаний химической промышленности и компаний добывающих полезные ископаемые (кроме топливно-энергетических). Цены акций этих предприятий резко негативно реагируют на объявления о повышении дивидендов. Средняя избыточная доходность компаний химической промышленности

на следующий день после публикации объявления составляет  $-5,3\%$  (рис. 7). Средняя избыточная доходность компаний, занимающихся добычей полезных ископаемых, в момент времени  $t = 1$  составляет  $-2,5\%$ , а в момент  $t = 3$  показатель уменьшается до  $-4,78\%$  (рис. 8).

Как показано в табл. 5, в отличие от добычи топливно-энергетических полезных ископаемых и металлургического производства химическое производство в последние годы демонстрирует быстрый рост. В данной отрасли существует возможность для инвестиций в покупку новых технологий за рубежом, разработку новых химических элементов, составов и т. д. Аналогичная ситуация наблюдается и в сфере неэнергетических полезных ископаемых (табл. 5).

Таким образом, выдвинутые нами гипотезы 1–2, характеризующие реакцию фондового рынка на «хорошие» и «плохие»

Таблица 5

## Индекс промышленного производства в России, %

Отрасль	Год			
	2010	2011	2012	2013
Промышленное производство, из него:	107,3	105,0	103,4	100,4
добыча полезных ископаемых, в том числе:	103,8	101,8	101,0	101,1
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	103,6	101,2	100,7	100,9
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	104,9	106,6	103,4	102,3
обрабатывающие производства, в том числе:	110,6	108,0	105,1	100,5
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	103,2	103,9	104,1	100,6
текстильное и швейное производство	108,8	100,8	100,7	104,3
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	119,9	105,7	98,1	95,6
обработка древесины и производство изделий из дерева	113,4	110,2	96,2	108,0
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	103,1	106,5	105,8	94,8
производство кокса и нефтепродуктов	106,0	103,8	103,1	102,3
химическое производство	110,6	109,5	104,1	105,4
производство резиновых и пластмассовых изделий	124,4	111,4	112,8	105,9
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	114,5	107,4	110,7	98,0
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	112,4	107,0	104,8	100,0
производство машин и оборудования	115,2	111,1	102,7	96,6
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	118,9	111,9	106,4	99,0
производство транспортных средств и оборудования	127,2	117,2	110,3	102,2
прочие производства	120,6	105,3	102,6	95,4
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	102,2	100,2	101,3	97,5

Источник: [Росстат, 2014].

новости, были на основании проведенных расчетов отвергнуты. Полученные результаты не согласуются с сигнальной теорией дивидендов, на которую ориентируются многие исследователи, но согласуются с политикой остаточного дивиденда, которой придерживается большая часть российских компаний. Гипотеза 3 о том, что «нейтральная» новость (объявление о том, что дивиденды компании не изменились) не влияет на цену акций компании, подтвердилась, т.е. реакция наблюдается только на «хорошие» или «плохие» новости.

Гипотеза 4 о том, что компании в разных отраслях реагируют на новость об увеличении дивидендов по-разному, подтвердилась. Несмотря на общую негативную реакцию на «хорошую» новость во всех отраслях, сила реакции отличается. Так, акции компаний химической промышленности и компаний, занимающихся добычей полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических, гораздо сильнее реагируют на повышение дивидендов. Это можно объяснить тем, что компании данных отраслей имеют возможность быстро развиваться, инвестируя свои средства

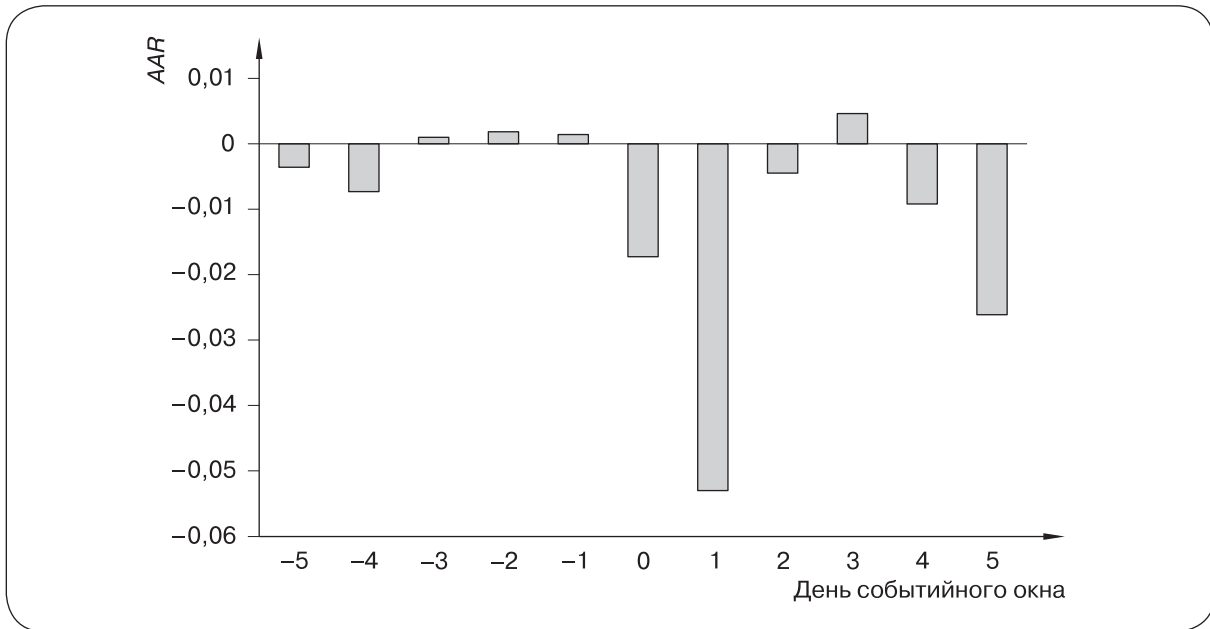


Рис. 7. Динамика средней избыточной доходности цен акций компаний химической отрасли («хорошая» новость)

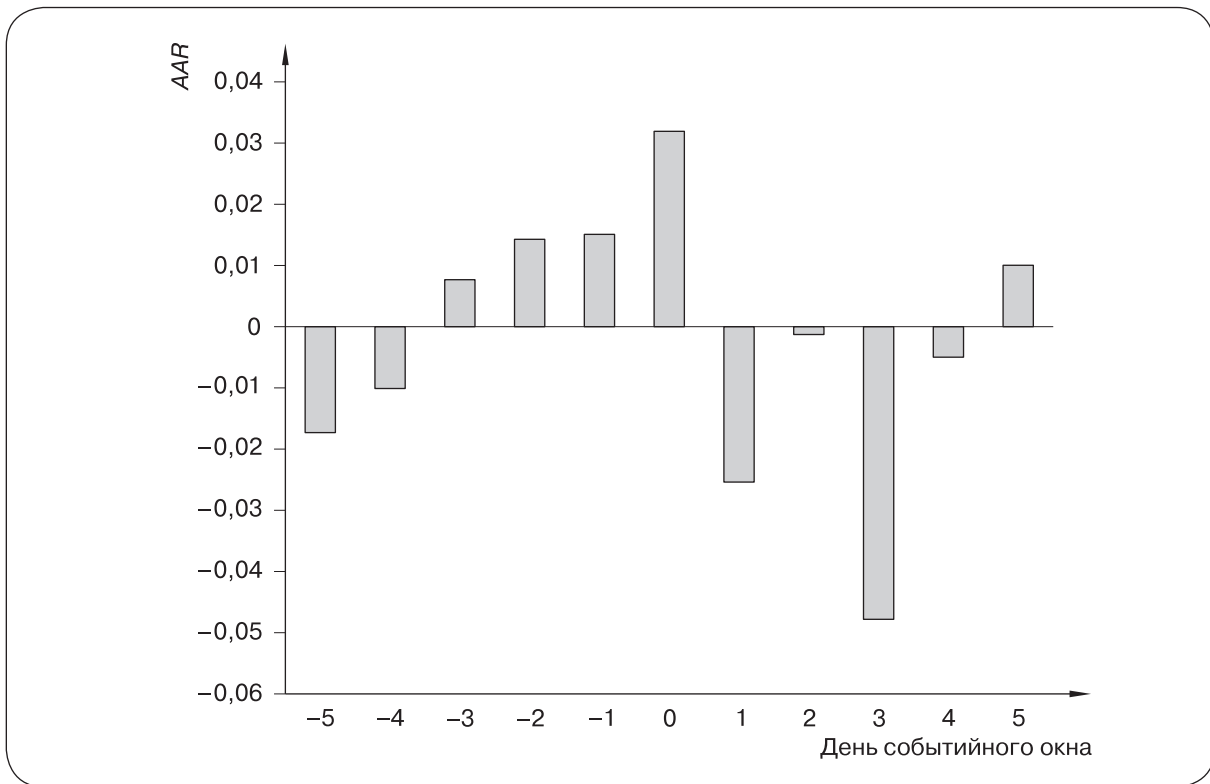


Рис. 8. Динамика средней избыточной доходности цен акций компаний, занимающихся добычей полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических («хорошая» новость)

в прибыльные проекты, и инвесторы рассматривают увеличение выплат дивидендов как нецелесообразное изъятие денежных средств.

## Заключение

Повышение квалификации российских инвесторов, а также развитие рынка капитала приводят к тому, что при принятии своих решений компании вынуждены учитывать все большее количество факторов. Любое корпоративное решение может вызвать как позитивную, так и негативную реакцию рынка. К таким решениям можно отнести выбор стратегии осуществления дивидендной политики. Когда компания объявляет о своем намерении повысить или понизить дивиденды, это несет определенный информационный сигнал рынку, по которому участники судят об инвестиционном потенциале компании.

Поведение компаний и инвесторов можно объяснить при помощи сигнальной теории дивидендов. Согласно ей повышение выплат свидетельствует о том, что компания ожидает существенного роста прибыли в предстоящем периоде, и, как следствие, можно видеть рост цены ее акций.

Проведенное исследование позволило установить, что реакция цен акций российских компаний на объявления о дивидендных выплатах обратна типу новости, т.е. увеличение дивидендов негативно влияет на цену акций и снижает рыночную стоимость компании. Уменьшение дивидендов, напротив, увеличивает ее стоимость. «Нейтральные» новости никак не влияют на стоимость компаний.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что инвесторы предпочитают остаточный принцип дивидендной политики, согласно которому компании в первую очередь отдадут предпочтение реализации инвестиционных проектов и лишь при отсутствии прибыльных проектов выплачивают дивиденды. Инвесторы пони-

мают, что компания, увеличивающая дивидендные выплаты, не принесет им в будущем роста прибыли, и продают свои акции; как следствие, рыночная стоимость компаний уменьшается. Таким образом, инвесторы рассматривают выплаты дивидендов скорее как свидетельство того, что у компании отсутствуют прибыльные инвестиционные проекты, чем как сигнал о ее стабильности и инвестиционной привлекательности. Иными словами, «активы роста» компании оказываются для инвесторов более значимыми, чем уже размещенные активы. При этом инвесторы не видят возможности замещения денежных потоков, направленных на дивидендные выплаты, другими источниками финансирования инвестиционной деятельности, так как связь между изменением размера дивидендов и величины финансового рычага на российском рынке не прослеживается.

При более детальной оценке реакции рынка на «хорошие» объявления, связанной с отраслевой структурой рынка, было установлено, что акции компаний металлургической и топливно-энергетической отраслей почти не реагируют на объявления об увеличении дивидендов. Это свидетельствует о вступлении данных отраслей в фазу зрелости. Акционеры этих компаний предпочитают доходы в виде дивидендов, стремясь снизить свои риски от инвестирования на медленно растущих рынках. Акции компаний химической промышленности и в отрасли добычи полезных ископаемых (кроме топливно-энергетических) демонстрируют ярко выраженную негативную реакцию на «хорошие» новости. Эти отрасли показывают быстрый рост, и компании имеют множество возможностей для развития и реализации инвестиционных проектов, причем инвесторы предпочитают будущие доходы текущим.

Результаты проведенного исследования обладают определенной ценностью как для компаний, так и для инвесторов. Понима-

ние того, как рынок способен отреагировать на новость об изменении размера дивидендных выплат, способно, например, дать компании возможность одновременно использовать другие инструменты воздействия на настроения его участников. Инвесторы, в свою очередь, могут принимать решения о том, когда им выгоднее приобретать или продавать акции, базируясь на ожиданиях тех или иных решений о дивидендных выплатах компаний.

Изменения в профильном законодательстве, вступившие в силу в 2014 г., будут способствовать совершенствованию дивидендной политики. Несмотря на ухудшение конъюнктуры в 2014 г. на большинстве рынков, значимых для российских компаний, представляется, что решения по дивидендам за этот год окажутся более связанными с финансовыми результатами предприятий, а инвесторы — более свободными в своих инвестиционных стратегиях.

## ЛИТЕРАТУРА

- Березинец И. В., Булатова Л. А., Ильина Ю. Б. 2013. Влияние объявлений о выплатах дивидендов на доходность акций: исследование публичных компаний развивающегося рынка Индии. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (4): 3–28.
- Григориади Е. Е., Ивашковская И. В., Шамраева С. А. 2009. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК. *Экономический журнал ВШЭ* (3): 360–382.
- Григорьева С. А., Ивашковская И. В. и др. 2012. *Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала)*. М.: ИНФРА-М.
- Климарев Н., Студников С. 2011. Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях. *Вестник Московского университета. Серия Экономика* (6): 58–67.
- Концевич Е., Обухова Е. 2014. Рантье довольны. *Эксперт* (17). <http://expert.ru> (дата обращения: 27.07.2014).
- Лукаевич И. Я. 2007. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ. *Управление корпоративными финансами* (4): 228–241.
- Окулов В. Л. 2010. Исследование эффективности российского рынка акций: реакция рынка на публикацию прогнозов аналитиков. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (3): 3–22.
- Орлова Ю., Агамалова А. 2014. Российский рынок по итогам торгов вырос на 4%. *Ведомости* (18 марта). <http://www.vedomosti.ru>. (дата обращения: 27.07.2014 г.).
- Росстат. 2014. *Промышленное производство*. Обновлено 3 марта 2014 г. М.: Федеральная служба государственной статистики. [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/) (дата обращения: 28.07.2014 г.).
- Ружанская Л., Лукьянов С. 2010. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов. *Вопросы экономики* (3): 132–146.
- Сигал Е. 2013. Дивиденды по воле правительства. На что могут рассчитывать держатели акций госкомпаний. *Коммерсантъ Деньги* (43): 42.
- Солодухина А. В., Репин Д. В. 2009. Влияние корпоративных новостей на рыночную стоимость компаний. *Корпоративные финансы* (9): 41–69.
- Теплова Т. В. 2008. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках. *Аудит и финансовый анализ* (2): 1–15.
- Теплова Т. В. 2011. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: анализирование на российском рынке до



- и после кризиса. *Финансовый менеджмент* (1): 13–25.
- Теплова Т., Зальцман А. 2013. Быть рантье в России. *Вестник НАУФОР* (3): 43–50.
- Чиркова Е. В., Чувствина Е. В. 2011. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов. *Корпоративные финансы* (3): 30–43.
- Apple имеет право ограничиться минимальной информацией о болезни Джобса — эксперты. 2011. *Вестник системы раскрытия* (19): 12. <http://www.e-disclosure.ru/PortalContent/InfoMaterial/130> (дата обращения: 21.06.2014 г.).
- Aharony J., Swary I. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* 35 (1): 1–12.
- Aivazian V., Booth L. 2003. Do emerging markets follow different dividend policies from US firms. *Journal of Financial Research* 26 (3): 371–387.
- Altioik-Yilmaz A., Akben-Selcuk E. 2010. Information content of dividends: Evidence from Istanbul stock exchange. *International Business Research* 3 (3): 126–132.
- Amihud Y., Murgia M. 1997. Dividends, taxes, and signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance* 52 (1): 397–408.
- Asquith P., Mullins D. W. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business* 56 (3): 77–96.
- Ball R., Brown P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159–178.
- Boehmer E. 1991. Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics* 30 (2): 253–272.
- Booth J. R., Smith R. L. 1986. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics* 15 (1–2): 262–281.
- Corrado C. J., Zivney T. L. 1992. The specification and power of the sign test in event study hypothesis test using daily stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (3): 465–478.
- Fama E. 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 49 (3): 283–306.
- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. 1969. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* 10 (1): 1–21.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75 (3): 387–424.
- Healy P., Palepu K. 1998. Earnings information conveyed by dividend initiations and omission. *Journal of Financial Economics* 21 (2): 149–176.
- Karim M. 2010. *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*. SSRN Working Paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1624363](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1624363)
- Kolari J. 2010. Event study testing with cross-sectional correlation of abnormal returns. *Review of Financial Studies* 23 (11): 3996–4025.
- Kothari S. P. 2001. Capital market researches in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1–3): 105–231.
- Kothari S. P., Warner J. B. 2007. Econometrics of event studies. In: Eckbo E. (ed.). *Handbook of Empirical Corporate Finance*. Elsevier/North-Holland; 3–48.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55 (1): 1–33.
- Lintner J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46 (2): 97–113.
- Lucose P. J., Rao S. 2010. Dividend changes and profitability: An empirical study of Indian manufacturing firms. *The IUP Journal of Applied Finance* 16 (1): 5–26.
- MacKinlay A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature* 35 (1): 13–39.

- Michaely R., Thaler R., Womack K. 1995. Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? *Journal of Finance* 50 (2): 573–608.
- Miller M., Modigliani F. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34 (4): 411–433.
- Miller M. H., Rock K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40 (4): 1031–1045.
- Patell J. 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test. *Journal of Accounting Research* 14 (2): 246–276.
- Peterson P. P. 1989. Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics* 28 (3): 36–66.
- Pettit R. R. 1972. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance* 27 (5): 993–1007.
- Rogova E. 2014. DuPont analysis of the efficiency and investment appeal of russian oil-extracting companies. *Proceedings of the 8th International Scientific Conference “Business and Management 2014”*. May 15–16, Vilnius. <http://www.bm.vgtu.lt>. Vilnius Gediminas Technical University.
- Slodkowski A. 2011. *Tepco May Face \$23.6 Billion Compensation Costs: JP Morgan*. <http://www.reuters.com/article/2011/04/11/us-japan-tepco-compensation-r-idUSTRE73A8BH20110411> (дата обращения: 14.11.2014).
- Sorensen J., Arveschoug T. 2004. *The Informational Content of Dividend Changes — Empirical Evidence From a Small Stock Exchange (Copenhagen Stock Exchange)*. Manuscript. Aarhus School of Business.
- Travlos N., Trigeorgis L., Vafeas N. 2001. Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus. *Multinational Finance Journal* 5 (2): 87–112.
- Vieira E. 2011. Firm-specific factors and the market reaction to dividend change announcements: Evidence from Europe. *Marmara Journal of European Studies* 19 (1): 1–25.
- Woolridge J., Ghosh C. 1985. Dividend cuts: Do they always signal bad news? *Midland Corporate Finance Journal* 3 (2): 20–32.

**Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице  
The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet**

- Berezinets I. V., Bulatova L. A., Ilina Yu. B. 2013. Vliyanie ob'yavlenij o vyplate dividendov na dokhodnost' aktsij: issledovanie publicnykh kompanij razvivuyushhegosya rynka Indii. *Vestnik S.-Peterburgskogo un-ta. Seriya Menedzhment* (4): 3–28.
- Grigoriadi E. E., Ivashkovskaya I. V., Shamraeva S. A. 2009. Empiricheskij analiz effektivnosti korporativnoj diversifikatsii na rastushhikh rynkakh kapitala na primere gruppy BRIK. *Ekonomicheskij zhurnal VSHE* (3): 360–382.
- Grigor'eva S. A., Ivashkovskaya I. V. i dr. 2012. *Korporativnye finansovye resheniya. Empiricheskij analiz rossijskikh kompanij (korporativnye finansovye resheniya na razvivuyushhikhsya rynkakh kapitala)*. M.: INFRA-M.
- Klimarev N., Studnikov S. 2011. Metodologicheskie problemy primeneniya metoda sobytijnogo analiza v finansovykh issledovaniyakh. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya Ekonomika* (6): 58–67.
- Kontsevich E., Obukhova E. 2014. Rant'e dovol'ny. *Ekspert* (17). <http://expert.ru> (дата обращения: 27.07.2014).
- Lukasevich I. Ya. 2007. Dividendnaya politika: teoreticheskie aspekty i osobennosti v RF. *Upravlenie korporativnymi finansami* (4): 228–241.
- Okulov V. L. 2010. Issledovanie effektivnosti rossijskogo rynka aktsij: reaktsiya rynka na publikatsiyu prognozov analitikov. *Vestnik S.-Peterburgskogo un-ta. Seriya Menedzhment* (3): 3–22.

- Orlova Yu., Agamalova A. 2014. Rossijskij rynek po itogam trgov vyros na 4%. *Vedomosti* (18 marta). <http://www.vedomosti.ru> (data obrasheniya: 27.07.2014).
- Rosstat. 2014. *Promyshlennoe proizvodstvo*. Obnovleno 3 marta 2014 g. M.: Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki. [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/) (data obrasheniya: 28.07.2014).
- Ruzhanskaya L., Lukyanov S. 2010. Osobennosti dividendnoj politiki rossijskikh kompanij i interesy investorov. *Voprosy ekonomiki* (3): 132–146.
- Sigal E. 2013. Dividendy po vole pravitel'stva. Na chto mogut rasschityvat' derzhateli aksij goskompanij. *Kommersant Den'gi* (43): 42.
- Solodukhina A.V., Repin D.V. 2009. Vliyanie korporativnykh novostej na rynochnuyu stoimost' kompanij. *Korporativnye finansy* (9): 41–69.
- Teplova T.V. 2008. Vliyanie dividendnykh vyplat na rynochnuyu otsenku rossijskikh kompanij: empiricheskoe issledovanie metodom sobytijnogo analiza na rossijskikh i zarubezhnykh trgovykh ploshhadkakh. *Audit i finansovyj analiz* (2): 1–15.
- Teplova T.V. 2011. Reaktsiya tsen aksij na ob'yavleniya denezhnykh dividendov: signalizirovanie na rossijskom rynke do i posle krizisa. *Finansovyj menedzhment* (1): 13–25.
- Teplova T., Zaltsman A. 2013. Byt' rant'e v Rossii. *Vestnik NAUFOR* (3): 43–50.
- Chirkova E.V., Chuvstvina E.V. 2011. Reaktsiya rynka na ob'yavlenie o priobrenenii kompanij otkrytogo i zakrytogo tipov. *Korporativnye finansy* (3): 30–43.
- Apple imeet pravo ogranichit'sya minimal'noj informatsiej o bolezni Jobsa — eksperty. 2011. *Vestnik sistemy raskrytiya* (19): 12. [www.e-disclosure.ru/PortalContent/InfoMaterial/130](http://www.e-disclosure.ru/PortalContent/InfoMaterial/130) (data obrasheniya: 21.06.2014).

*Статья поступила в редакцию  
30 июля 2014 г.*