

РЕАКЦИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ НА ДИВИДЕНДНЫЕ «СЮРПРИЗЫ»: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

И. В. БЕРЕЗИНЕЦ

*Институт «Высшая школа менеджмента»
Санкт-Петербургского государственного университета^a*

Л. А. БУЛАТОВА

Amadeus Data Processing GmbH, Германия^b

Ю. Б. ИЛЬИНА, М. В. СМИРНОВ

*Институт «Высшая школа менеджмента»
Санкт-Петербургского государственного университета*

В статье исследуется реакция российского фондового рынка на объявления компаний о выплате дивидендов в 2010–2014 гг. При этом рассматривается реакция не на изменение величины дивиденда по сравнению с прошлым периодом, а на дивидендный «сюрприз». Предполагается, что ожидания участников рынка в отношении величины предстоящих дивидендных выплат компании формируются прогнозами аналитиков. В качестве прокси для дивидендного «сюрприза» используется отклонение величины фактически выплаченного дивиденда от консенсус-прогноза аналитиков относительно этих выплат. Исследования с применением модели дивидендных «сюрпризов» для России ранее не проводились, и настоящая работа вносит дополнительный вклад в тестирование сигнальной теории дивидендов на российском рынке. Исследование было проведено с использованием метода событий на выборке 40 российских публичных компаний, регулярно выплачивающих дивиденды по итогам года. Анализ показал, что в среднем российский рынок на исследуемом периоде реагировал отрицательно как на позитивные, так и на негативные дивидендные «сюрпризы». Таким образом, работа подтверждает выводы существующих исследований российского рынка, проведенных с применением «наивной» модели оценивания реакции рынка на дивидендные объявления компаний. Полученные результаты обсуждаются с позиции информационной эффективности рынка, ожиданий инвесторов и специфики их поведения, состояния российского рынка в исследуемый период.

Ключевые слова: дивидендный «сюрприз», фондовый рынок, Россия, метод событий.

Исследование проведено при поддержке гранта СПбГУ (шифр проекта 16.23.1847.2015).

^a Адрес организации: СПбГУ, Волховский пер., 3, 199004, Санкт-Петербург, Россия.

^b Адрес организации: Amadeus Data Processing GmbH, Berghamer Str., 6, 85435, Erding, Germany.

© И. В. Березинец, Л. А. Булатова, Ю. Б. Ильина, М. В. Смирнов, 2016

DOI: 10.21638/11701/spbu18.2016.202

Согласно одному из подходов, выплата дивидендов — это способ сигнализирования инвесторам и другим участникам рынка об ожиданиях инсайдеров относительно будущих перспектив компании (см., напр.: [Modigliani, Miller, 1961; Aharony, Swary, 1980; Healy, Palepu, 1988] и др.). Предполагается, что в связи с информационной асимметрией внешние инвесторы располагают меньшим объемом информации, чем инсайдеры, и инвесторам необходима полезная информация для оценки активов и принятия инвестиционных решений [Hull, 2013]. С этой точки зрения объявления о выплатах дивидендов являются ценным информационным ресурсом, поскольку они несут сигнал рынку о том, что могут ожидать инвесторы от компании в отношении возможностей роста их благосостояния от вложений в акции. Информация об изменениях величины дивидендов, направляемая рынку, является отражением ожиданий менеджеров о будущих денежных потоках. Предполагается, что решения об увеличении (уменьшении) размера дивиденда несут позитивную (негативную) информацию рынку о будущих перспективах компании, которая принимает решение о распределении денежного потока, в том числе выплата дивидендов. Соответственно, объявления об увеличении (снижении) величины дивиденда должны сопровождаться ростом (снижением) цены акций. Именно на этом предположении базируется так называемая сигнальная теория дивидендов, или гипотеза об информационном содержании дивидендов, изначально предложенная Линтнером [Lintner, 1956] и позднее получившая развитие в работах [Fama et al., 1969; Ambarish, John, Williams, 1987] и др.

Каким же образом рынок воспринимает эти сигналы и реагирует на них? Для оценки реакции инвесторов на объявляемые компанией размеры дивидендов в исследованиях применяются два подхода. Традиционно ожидаемая величина дивиденда

определялась, исходя из так называемой «наивной» модели, согласно которой участники рынка отталкиваются в своей реакции от уровня дивидендных выплат в прошлом периоде. Подобный принцип встречался еще в таких классических работах, как [Lintner, 1956; Wooldridge, 1983; Bar-Yosef, Sarig, 1992], посвященных изучению важности дивидендной политики для компании, а также реакции рынков на дивидендные объявления. Одновременно исследователи стали задаваться вопросом о том, на какого именно вида дивидендные события реагирует рынок. Как учесть тот факт, что с течением времени рынок постепенно абсорбирует и отражает в ценах акций информацию, оказывающуюся публично доступной? Соответственно, реакция рынка, выявленная с использованием традиционного «наивного» подхода, может не отражать реальную картину восприятия информации инвесторами.

Альтернативой традиционному подходу к определению и измерению дивидендных новостей стала «сюрпризная» модель, к которой переходят авторы работ [Wooldridge, 1983; Bar-Yosef, Sarig, 1992]. «Сюрпризная» модель предполагает, что участники рынка в среднем ожидают величину дивиденда, равную прогнозируемой финансовыми аналитиками. Подобная альтернатива традиционному подходу имеет серьезные основания: консенсус-прогнозы аналитиков строятся с учетом как общеэкономических факторов, так и факторов деятельности конкретной компании, включая прошлый выплаченный дивиденд. Иными словами, в консенсус-прогнозах уже отражена публичная информация о компании, доступная рынку к моменту прогноза, чего нельзя сказать о традиционной модели оценки дивидендных ожиданий участников рынка.

Целью данной статьи является выявление того, как в среднем в 2010–2014 гг. российский фондовый рынок реагировал

на объявления компаний о выплате дивидендов в рамках модели *дивидендных «сюрпризов»*. В качестве прокси-переменной дивидендного «сюрприза» используется разница между фактически объявленной компанией величиной дивиденда и существующим консенсус-прогнозом финансовых аналитиков. Логика такого подхода основывается на предположении о том, что ожидания участником рынка относительно дивидендных выплат формируются на основе общедоступных прогнозов о финансовых результатах деятельности компании и о решениях руководства в отношении распределения свободного денежного потока. Подобный подход к исследованию для российского рынка акций ранее не использовался, вопрос о подтверждении результатов, полученных ранее по российскому рынку с применением стандартной, «наивной» модели, остается открытым.

От традиционной модели к модели дивидендного «сюрприза»: обзор литературы

Существуют различные интерпретации того, какой именно сигнал рынку несет сам факт дивидендных выплат, а также информация об их величине. Дивиденды могут сигнализировать о финансовом благополучии компании и о ее уверенности в будущей прибыльности. Согласно сигнальной теории дивидендов, менеджеры компании используют выплаты дивидендов как сигнал о ее будущей прибыльности. При прочих неизменных параметрах, таких как размер компании, структура финансирования, состав совета директоров и т. д., увеличение величины дивиденда сигнализирует инвесторам о стабильной рыночной позиции компании и об ожидаемом росте прибыли [Easterbrook, 1984; Miller, Rock, 1985]. В результате реакция рынка на объявления дивидендов отражается в цене акций компании. В случае если ком-

пания зрелая и имеет стабильный доход, низкий уровень дивидендных выплат или полное отсутствие дивидендов зачастую воспринимается акционерами компании негативно (см., напр.: [Bhattacharya, 1979; Miller, Rock, 1985; Jensen, 1986; Wooldridge, Ghosh, 1995]).

Еще в [Lintner, 1956] был затронут вопрос о важности дивидендной политики компании в зависимости от экономического цикла и стадии развития компании — интерпретация информационного наполнения дивиденда как сигнала связана с этапом жизненного цикла компании. В [Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002] предложена идея «зрелой фирмы», а рост дивидендных выплат является показателем зрелости компании. В одном из недавних исследований [Liu, Chen, 2015] авторы приводят аргументы в поддержку данной идеи, а также предлагают свидетельства того, что акционеры являются первичной заинтересованной стороной, которой менеджмент компании через дивидендные выплаты сигнализирует о перспективах будущего успешного функционирования компании. Существует и обратная интерпретация: тот факт, что компания платит дивиденды, может, напротив, сигнализировать о нехватке привлекательных инвестиционных возможностей для реализации с использованием свободного денежного потока компании (см.: [Myers, 1977; Myers, 1984; John, Kallay, 1985]).

В исследованиях реакции рынка акций на дивидендные объявления по традиционной модели авторы предполагают, что базово инвесторы ожидают неизменный уровень дивидендов от настоящего момента времени к последующему. Неожиданная величина дивиденда при этом определяется как разница между объявленным и предыдущим выплаченным дивидендом. В соответствии с этим объявления классифицируют как «позитивные», «негативные» и «нейтральные». Дивидендное

объявление принято считать «нейтральным», когда объявленная величина дивиденда равна предыдущему выплаченному; в случае если объявленный дивиденд выше/ниже предыдущего — такое объявление относят к категории «положительных»/«отрицательных» соответственно. Тем не менее в ряде исследований утверждается, что не совсем корректно принимать изменение уровня дивидендных выплат как таковое в качестве прокси для неожиданной величины дивиденда (см.: [Wooldridge, 1983; Bar-Yosef, Sarig, 1992; Conroy, Eades, Harris, 2000; Fuller, 2003; Andres et al., 2013; Amin et al., 2015] и др.). Они объясняют это тем, что ожидания игроков рынка относительно предстоящих дивидендов формируются прогнозами аналитиков, а не уровнем ранее выплаченных дивидендов. Исследователи, которые находятся на стороне использования консенсус-прогнозов аналитиков для оценки дивидендного «сюрприза», называют традиционный подход «наивным». В подобной критике, несомненно, присутствует здравый смысл: с течением времени на рынке появляется новая информация, в том числе в виде прогнозов, рынок поглощает эту информацию и отражает ее в цене акций. Это означает, что неожиданная величина дивиденда в данном случае представляет собой разницу между объявленным дивидендом и его спрогнозированной величиной. В «сюрпризной» модели под дивидендным «сюрпризом» понимают новость о величине дивиденда, которая отличается от спрогнозированной финансовыми аналитиками. При этом дивидендные «сюрпризы» разделяют на «положительные», «отрицательные» и «нейтральные», следуя той же логике, что и в «наивной» модели, — в качестве ожидаемой величины дивиденда используется величина консенсус-прогноза финансовых аналитиков.

Существующие исследования реакции российского фондового рынка на дивидендные объявления (см.: [Теплова, 2008; 2011;

Рогова, Бердникова, 2014; Березинец и др., 2015]) продемонстрировали ее специфику. Изучались различные временные интервалы: период до кризиса 2008–2009 гг. [Теплова, 2008] и период после него [Рогова, Бердникова, 2014; Березинец и др., 2015] — и тем не менее были получены схожие результаты относительно реакции российского рынка на увеличение дивидендов — он в среднем негативно реагирует на такую новость. Кроме того, в [Теплова, 2011] было выявлено, что в период с середины 2009 г. до середины 2010 г. российский рынок позитивно реагировал на объявления о сокращении дивидендов. Подобные результаты не совпадают с традиционными предсказаниями сигнальной теории дивидендов.¹

Одной из классических работ, посвященных изучению реакции фондового рынка на дивидендные «сюрпризы», а не на изменение величины дивиденда по сравнению с прошлым периодом, является статья [Wooldridge, 1983]. В ней анализируется реакция на дивидендные «сюрпризы» не только рынка обыкновенных акций, но и рынка привилегированных акций, а также облигаций. При этом наряду с сигнальным эффектом изучается эффект перераспределения богатства между заинтересованными сторонами компании. Выборка включала 225 компаний,

¹ В то же время анализ в [Теплова, 2011] на подвыборке нефтегазовых компаний показал, что в случае этой отрасли в изучавшийся период рынок в среднем негативно реагировал на объявления о сокращении дивидендных выплат, что согласуется с классической сигнальной теорией. Данный факт свидетельствует о том, что реакция инвесторов различных отраслей может различаться, это объясняется разными ожиданиями держателей акций. Нефтегазовая отрасль традиционно воспринималась инвесторами как высокодоходная, поэтому держатели акций данных компаний, как правило, ожидали роста дивидендных выплат. Отраслевой разрез реакции российского фондового рынка на объявления о дивидендах (в рамках «наивной» модели) представлен в [Рогова, Бердникова, 2014].

акции которых обращались на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1970–1977 гг. В качестве прокси-переменной для ожиданий рынка относительно дивидендных выплат использовались прогнозы аналитиков финансового портала Value Line, которые были сделаны непосредственно перед объявлением дивиденда. Рынки обыкновенных акций, привилегированных акций, а также облигаций реагировали на дивидендные «сюрпризы» одинаково, и был сделан вывод о том, что основным движущим фактором, влияющим на доходность ценных бумаг, выступает именно сигнальный эффект, а не эффект перераспределения богатства.

Дивидендные «сюрпризы» привлекают внимание исследователей наряду с «сюрпризами» о прибыли. Так, в статье [Conroy, Eades, Harris, 2000] авторы рассматривают реакцию японского фондового рынка на одновременные объявления дивидендов и прибылей японскими компаниями. В исследование вошло 3890 объявлений за период с 1988 по 1993 г. Результаты эмпирического исследования указали на то, что в Японии инвесторы скорее реагируют на объявления об изменениях прибылей, нежели на объявления дивидендов.

Работа [Fuller, 2003] посвящена изучению связи между информированной торговлей акциями и реакцией рынка на дивидендный сигнал. Ее автор исследует реакцию на объявления об увеличении дивидендных выплат и тестирует гипотезу о том, что американский фондовый рынок положительно реагирует на подобные новости. Эмпирическое исследование проводилось на выборке компаний, акции которых регулярно торговались на Нью-Йоркской фондовой бирже в период с 1994 по 1998 г. Его результаты указали на тот факт, что чем более информированной является торговля акциями компании, тем менее выражена реакция рынка на объявления о выплате дивидендов. В качестве меры такой реакции использована

величина накопленной избыточной доходности (*CAR*) за два дня $t = -1$ и $t = 0$. С увеличением числа информированных трейдеров внутрикорпоративная информация точнее отражается в ценах акций компании, а значит, важность сигнала (объявлений о дивидендах или прибылях), предоставляемого компанией рынку, уменьшается.

Одним из недавних исследований, использующих прогнозы аналитиков при изучении реакции рынков на объявления о выплате дивидендов, является статья [Andres et al., 2013]. В ней проводится исследование на выборке из 150 германских компаний, включенных в фондовые индексы DAX, MDAX или SAX, акции которых регулярно торговались в период с 1996 по 2006 г. В исследование вошло 921 наблюдение о выплате дивидендов. Было зафиксировано, что на позитивные дивидендные «сюрпризы» и их отсутствие рынок реагирует положительно, в то время как на негативные «сюрпризы» — отрицательно. При этом положительная реакция рынка на позитивные дивидендные «сюрпризы» (величина *CAR*) выражена более явно, чем реакция на объявления без «сюрприза». Дополнительно авторы провели расчеты по «наивной» модели и пришли к выводу, что реакция рынка на изменение дивидендов как таковое и на дивидендные «сюрпризы» различается. Исходя из полученных результатов, авторы констатировали, что именно дивидендный «сюрприз», а не изменение величины дивиденда в сравнении с предыдущим периодом объясняет вариацию величины *CAAR*.

В [Amin et al., 2015] была проанализирована взаимосвязь между долей участия институциональных инвесторов в капитале компаний и величиной *CAR* при объявлениях о дивидендных выплатах. Исследование проводилось на выборке регулярно торгуемых в 2002–2012 гг. компаний, которые на регулярной основе выплачивали

дивиденды. Результаты эконометрического исследования показали, что в так называемую эпоху возвращения дивидендных выплат в США (2002–2012 гг.) отсутствовала какая-либо реакция на дивидендные объявления. При этом была выявлена статистически значимая обратная связь между долей акций, находящихся в собственности институциональных инвесторов, и реальным информационным наполнением дивидендных объявлений, в качестве прокси которого использовалась величина *CAR*.

Итак, в существующих исследованиях развитых рынков (см.: [Fuller, 2003; Andres et al., 2013; Amin et al., 2015] и др.) демонстрируется важная роль текущих ожиданий инвесторов при формировании реакции рынка на объявляемые дивиденды. В данной статье мы анализируем реакцию российского — развивающегося — фондового рынка на дивидендные «сюрпризы» торгуемых компаний. В рамках исследования было проанализировано 137 дивидендных объявлений за 2010–2014 гг. по 40 компаниям.

На основе классических представлений об информационной составляющей дивиденда как сигнала о будущих перспективах компании и ее денежных потоках проводится тестирование следующих гипотез.

Гипотеза 1. Российский рынок акций в среднем положительно реагирует на позитивные дивидендные «сюрпризы».

Гипотеза 2. Российский рынок акций в среднем отрицательно реагирует на негативные дивидендные «сюрпризы».

Кроме того, в рамках данного исследования мы отвечаем на вопрос о том, будет ли зафиксирована неоднократно отмеченная ранее, в рамках «наивной» модели, специфическая реакция российского рынка на дивидендные объявления торгуемых на нем компаний при использовании более продвинутой методологии, основанной на анализе дивидендных «сюрпризов».

Методология исследования

Эмпирическое исследование реакции российского рынка на дивидендные «сюрпризы» было проведено с использованием метода событий (*event study*). Рассматривались только объявления о годовых дивидендных выплатах в денежной форме. В качестве даты события была принята дата заседания совета директоров, на котором объявляется рекомендуемая к выплате величина дивиденда. Это аргументируется тем, что именно в день заседания совета директоров рынку становится доступна реальная информация о рекомендуемых дивидендах на акции. Даты заседаний советов директоров (и соответствующих дивидендных объявлений) были получены из базы данных Thomson Reuters Eikon.

Анализ исследований, в которых применяется метод событий, показал, что окна событий с длинной продолжительностью, как правило, используются в случаях, когда объектом исследования выступают события, обладающие потенциально долгосрочным эффектом для рынка (например, объявление о сделках по слияниям и поглощениям). При анализе событий, обладающих более краткосрочным эффектом, ряд авторов используют 21-дневное окно события (см., напр.: [Aharony, Swamy, 1980; Irum, Rafique, Hassan, 2012; Joshipura, 2009]) или более короткие, например в 11 дней или даже 3 дня (см., напр.: [Andres et al., 2013]). Объявления о выплате дивидендов как раз относятся к подобному типу событий. После анализа существующих исследований в данной работе было принято решение выбрать окно события длиной 11 дней (5 дней до и 5 дней после дня события).

Выбор окна оценивания также проводился на основе анализа имеющихся исследований. В работе [Peterson, 1989], обобщающей методологию анализа событий, приводятся аргументы в пользу того, что в среднем окно оценивания должно быть

в диапазоне от 100 до 300 дней. Действительно, в большинстве случаев окно оценивания выбирается в промежутке 100–250 дней. Так, в классической работе [Aharony, Swary, 1980] оценка параметров модели проводится на временном промежутке в 120 дней, в [Akbar, Baig, 2010] длина окна оценивания составляет те же 120 дней. Тем не менее в ряде исследований используются более длительные окна оценивания: в [Taneem, Yuce, 2011] — 250 дней, в [Akben-Selcuk, Altiok-Yilmaz, 2010] — 180 дней. В данном исследовании использовано 180-дневное окно оценивания: от дня $T = -185$ до дня $T = -6$.

Для оценки нормальной доходности применяется рыночная модель следующего вида:

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

где R_{it} — фактическая доходность ценной бумаги i в момент времени t ; R_{mt} — доходность рыночного индекса (m) в момент времени t ; α_i и β_i — неизвестные параметры, подлежащие оцениванию; ε_{it} — случайная величина. В качестве рыночного индекса был выбран индекс ММВБ, использовалась логарифмическая ежедневная доходность как для рыночного индекса, так и для доходности акций.

После оценки параметров рыночной модели на окне оценивания для каждого дня окна события были рассчитаны избыточные доходности акций компаний выборки по формуле

$$\hat{A}R_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i.$$

Здесь $\hat{A}R_{it}$ — оценка избыточной доходности ценной бумаги i в момент времени t ; R_{it} — доходность ценной бумаги i в момент времени t ; $\hat{\alpha}_i$ и $\hat{\beta}_i$ — оценки параметров рыночной модели.

Поскольку в исследовании использовались панельные данные, то агрегирование избыточных доходностей по годам и компаниям производилось в два этапа: сначала для фиксированного календарного

года k , и для данного типа дивидендного «сюрприза» рассчитывалась средняя избыточная доходность для каждого дня t окна события:

$$AAR_{kt} = \frac{1}{N_k} \sum_{i=1}^{N_k} \hat{A}R_{ikt},$$

где N_k — число дивидендных «сюрпризов» фиксированного типа в календарном году k ; $\hat{A}R_{ikt}$ — оценка избыточной доходности ценной бумаги i в году k в день t окна события.

После этого производилось усреднение по годам: находилась средняя за 2010–2014 гг. избыточная доходность акций для каждого дня t окна события:

$$AAR_t = \frac{1}{M} \sum_{k=1}^{KM} AAR_{kt},$$

где AAR_t — средняя избыточная доходность в день t окна события; M — число лет; AAR_{kt} — средняя за год k избыточная доходность в день t окна события.

Затем для каждого типа дивидендного «сюрприза» и для каждого дня окна события ($T = -5, \dots, 0, \dots, +5$) были найдены накопленные средние избыточные доходности $CAAR$ по формуле

$$CAAR_T = \sum_{t=-5}^T AAR_t.$$

Для проверки гипотезы о том, что математическое ожидание избыточной доходности значимо отличается от нуля, использовался критерий Стьюдента. Соответственно, затем были сделаны выводы о значимом отличии от нуля генерального среднего избыточной доходности для каждого из трех типов дивидендных «сюрпризов» (позитивные, негативные и нейтральные).

Характеристика выборки

Исследование проводилось на выборке российских компаний. Первоначальная выборка включала в себя 67 компаний, чьи

акции регулярно торговались на Московской фондовой бирже (до 2012 г. — на ММВБ) и которые регулярно выплачивали годовые дивиденды в период с 2010 по 2014 г. В выборку не включались неликвидные компании, а именно те, по акциям которых перерыв в торгах составлял более 15 дней подряд. Заметим, что в подобного рода исследованиях зачастую из выборки исключаются компании, по акциям которых торги не осуществляются ежедневно. В то же время российский рынок акций в целом характеризуется невысоким уровнем ликвидности, ежедневные торги наблюдаются в основном по «голубым фишкам». Поэтому для целей данного исследования необходимо было использовать более мягкий критерий ликвидности, что позволило, с одной стороны, сформировать выборку достаточного объема, а с другой — исключить попадание в нее акций, торги по которым осуществлялись действительно нерегулярно.

Из исходной выборки исключались компании, осуществлявшие промежуточные дивидендные выплаты, дробление/консолидацию акций, а также организации, принадлежащие к финансовому сектору. В результате с учетом вышеуказанных критериев была сформирована окончательная выборка из 40 российских компаний, причем она диверсифицирована по отраслям, а значит, более полно отражает картину рынка в целом.

В финальную выборку вошли компании из 13 различных отраслей. Основную долю в выборке составили электроэнергетические компании (25%), компании нефтегазовой промышленности (17,5%), а также отрасли телекоммуникаций (12,5%). Подобный сдвиг в сторону данных отраслей объясняется особенностями российского фондового рынка: акции именно таких компаний являются наиболее ликвидными, а сами они регулярнее всего выплачивают дивиденды. Компании горнодобывающей отрасли составили 7,5%; на ракетно-косми-

ческую отрасль, машиностроение, розничную торговлю, химическую промышленность, транспорт и логистику пришлось по 5%, а на авиаперевозки, строительство, фармацевтику — 2,5%.

После формирования выборки компаний был осуществлен отбор релевантных объявлений о выплате дивидендов с тем условием, что в окне события должны отсутствовать объявления о прочих существенных фактах. Те дивидендные объявления, которые были произведены одновременно с объявлениями прибылей, также исключались из исследования, так как оба указанных события несут существенную информацию рынку. Кроме того, в исследование не входили объявления об иницировании дивидендов или прекращении дивидендных выплат.

После отбора релевантных объявлений о выплате дивидендов был осуществлен отбор соответствующих дивидендных прогнозов аналитиков рынка. В России отсутствует единый источник дивидендных прогнозов; различные брокерские компании и инвестиционные группы, такие как ПРАЙМ, ОЛМА, СОВЛИНК и др., регулярно готовят аналитические отчеты, в которых наряду с другой информацией публикуются прогнозы дивидендных выплат российских компаний. Вся имеющаяся информация о консенсус-прогнозах по дивидендам для российских компаний финальной выборки была получена из базы данных I/B/E/S. В целом исследователи сходятся во мнении, что базу данных I/B/E/S можно рассматривать как надежный источник исторических консенсус-прогнозов. Так, в [Brown, How, Verhoeven, 2008] показано, что дивидендные прогнозы из I/B/E/S в среднем можно рассматривать как оценку будущих дивидендов, о чем свидетельствует исторически наблюдаемая низкая ошибка величины прогноза. В [Andres et al., 2013] прогнозы I/B/E/S были проверены на состоятельность, и авторы подтвердили отсутствие систематической ошибки в дан-

Таблица

Распределение наблюдений по годам и характеру объявления

Тип объявления	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	Итого
Позитивный «сюрприз»	7	8	12	10	12	49
Негативный «сюрприз»	13	11	12	17	12	65
Отсутствие «сюрприза»	2	4	9	4	4	23
Всего	22	23	33	31	28	137

ных. В свою очередь, недостающая информация дополнялась следующим образом: прогнозы дивидендов брались из аналитических отчетов брокерских компаний и затем производилось усреднение.

При отборе прогнозов возникает важный вопрос: какой по времени выхода консенсус-прогноз использовать относительно даты объявления дивиденда? В исследовании [Andres et al., 2013] в 93% случаев использовался консенсус-прогноз, опубликованный за месяц до фактического объявления дивидендов, а в 6,8% случаев использовались более ранние прогнозы (но не более чем за три месяца до объявления дивидендов). Наблюдения, для которых в течение трех месяцев перед объявлением отсутствовали консенсус-прогнозы, из исследования исключались. Мы придерживались аналогичной процедуры: из базы данных I/B/E/S выбирались консенсус-прогнозы, сделанные за месяц до объявления дивидендов; в случае отсутствия таких прогнозов использовались те, которые были сделаны в течение трех месяцев, предшествующих объявлению дивидендов. При отсутствии дивидендных прогнозов в указанные три месяца, предшествующие объявлению, наблюдение исключалось из исследования.

В результате отбора объявлений о выплате дивидендов и соответствующих консенсус-прогнозов аналитиков была сформирована панель из 137 наблюдений. Обозначим через D_i объявленную величину дивиденда на акцию, а через \hat{D}_i — величину консенсус-прогноза по дивиденду.

В целях изучения реакции рынка на разнонаправленные дивидендные «сюрпризы» — позитивный, негативный и нейтральный — вся совокупность объявлений была разделена на три группы. Следуя подходу, предложенному в [Andres et al., 2013], наблюдения классифицировались в соответствии с типом события по следующему правилу. Если объявленная величина дивидендов удовлетворяла неравенству $D_i > \hat{D}_i \times 1,05$, то «сюрприз» классифицировался как позитивный; в ситуации $D_i < \hat{D}_i \times 0,95$ «сюрприз» классифицировался как негативный; если величина объявленных дивидендов D_i находилась в промежутке $[\hat{D}_i \times 0,95; \hat{D}_i \times 1,05]$, то новость классифицировалась как отсутствие «сюрприза».

В результате число «хороших» новостей составило 49 наблюдений, «плохих» новостей — 65 наблюдений и «отсутствие новостей» — 23 наблюдения. Так как объем выборки для группы «отсутствие новостей» был недостаточным для проведения исследования, рассматривалась реакция российского рынка только на «хорошие» и «плохие» новости (в общей сложности 114 наблюдений). Распределение новостей по годам и характеру объявления представлено в таблице.

Результаты исследования

Начнем с реакции российского рынка на позитивные дивидендные «сюрпризы» (т.е. на «хорошую» новость). На рис. 1 и 2 представлены графики средней избыточной

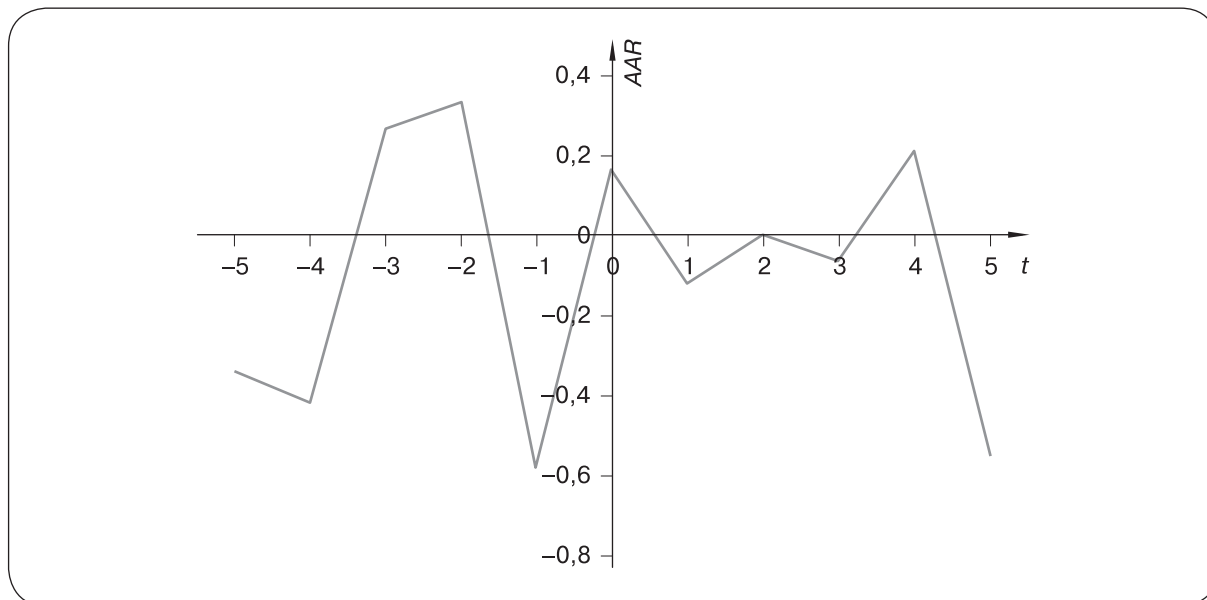


Рис. 1. Динамика средней избыточной доходности (AAR): положительные дивидендные «сюрпризы»

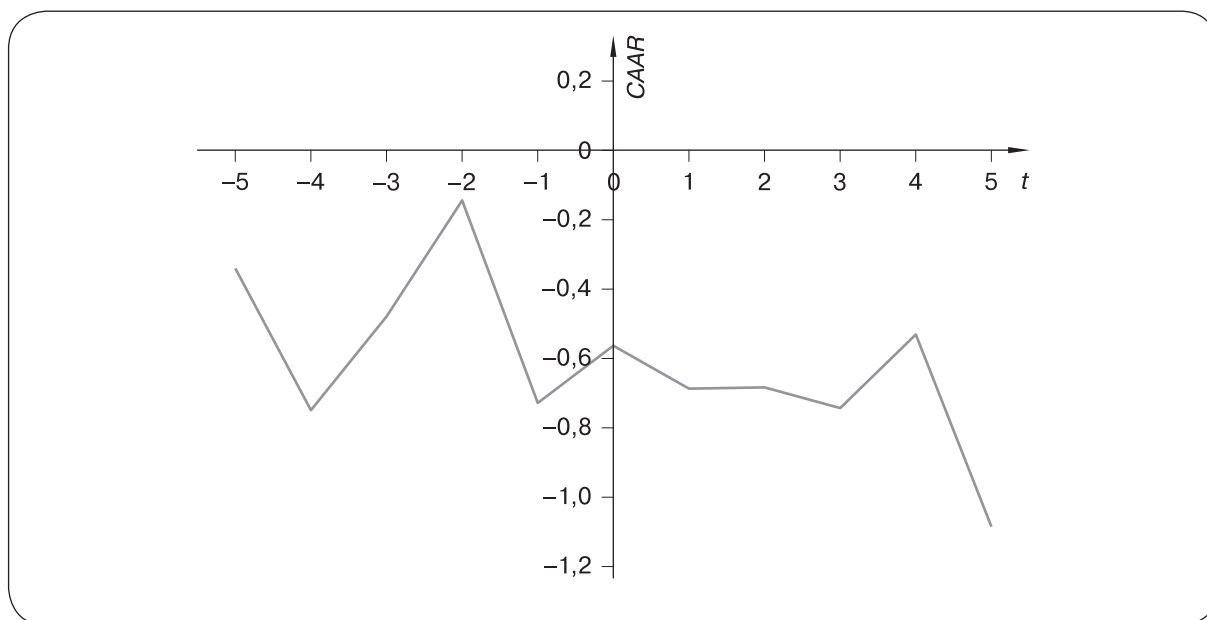


Рис. 2. Динамика накопленной средней избыточной доходности (CAAR): положительные дивидендные «сюрпризы»

доходности (AAR) и накопленной средней избыточной доходности (CAAR) в окне события.

Анализ показал, что средняя избыточная доходность значительно отличается от нуля в дни $t = -1$ и $t = 5$. В эти дни средняя

избыточная доходность принимает отрицательные значения, что свидетельствует о том, что российский рынок негативно реагирует на дивидендные «сюрпризы» положительного характера. Результаты оценивания не дают оснований принять гипотезу 1

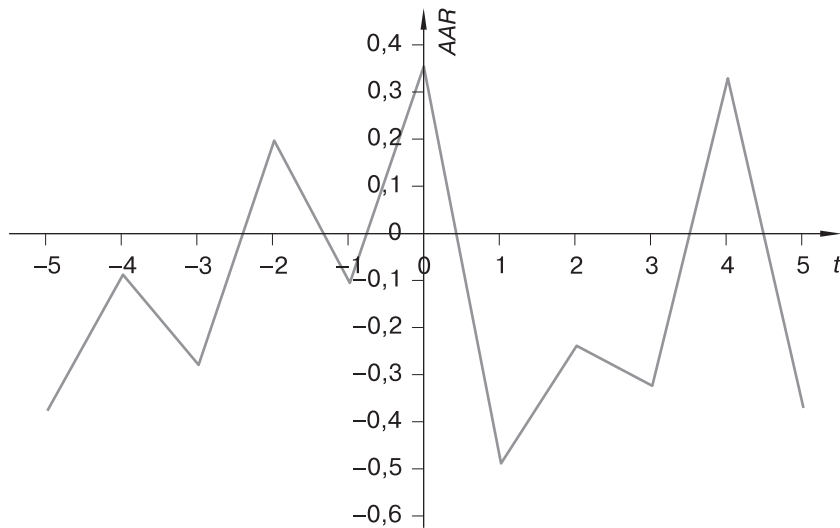


Рис. 3. Динамика AAR: негативные дивидендные «сюрпризы»

о том, что рынок положительно реагирует на «хорошие» дивидендные новости: на рис. 1 график AAR в дни $t = -1$ и $t = 5$ демонстрирует резкое убывание. В свою очередь, на рис. 2 видно, что величина CAAR принимает только отрицательные значения и убывает на окне события, достигая ко дню $t = 5$ значения $-1,0765\%$.

Полученный результат расходится со стандартными предсказаниями сигнальной теории дивидендов, однако согласуется с выводами более ранних исследований, использовавших для проверки реакции рынка на дивидендные объявления «наивную» модель на окнах события разной продолжительности (см.: [Теплова, 2008; Рогова, Бердникова, 2014; Березинец и др., 2015]). Согласованность результатов, полученных как по «наивной», так и по «сюрпризной» модели, является дополнительным свидетельством устойчивости зафиксированной негативной реакции российского рынка на «положительные» дивидендные объявления. Отметим, что, например, и для рынка США полученные в свое время выводы по «сюрпризной» модели (см., напр.: [Wooldridge, 1983]) согласуются с результатами, полу-

ченными по «наивной» модели (см., напр.: [Aharony, Swary, 1980; Eades, 1982; Kwan, 1981; Wooldridge, 1982] и др.). Результаты исследования реакции немецкого рынка на дивидендные объявления [Andres et al., 2013], в котором применялась «сюрпризная» модель, также согласуются с выводами исследования с использованием «наивной» модели (см., напр.: [Amihud, Murgia, 1997]).

Рассмотрим теперь реакцию российского рынка акций на негативные дивидендные «сюрпризы». Изменения величин AAR и CAAR в окне события представлены на рис. 3–4. Анализ показал, что средняя избыточная доходность значительно отличается от нуля в день $t = 1$: AAR падает с $0,3510\%$ в день $t = 0$ до значения $-0,4923\%$. Отрицательная величина AAR в этот день указывает на присутствие негативной реакции российского рынка на негативные дивидендные «сюрпризы». При этом величина CAAR начиная с первого дня после даты события убывает (в день $t = 5$ она равна $-1,3971\%$), что также свидетельствует об отрицательной реакции российского рынка на подобные негативные дивидендные

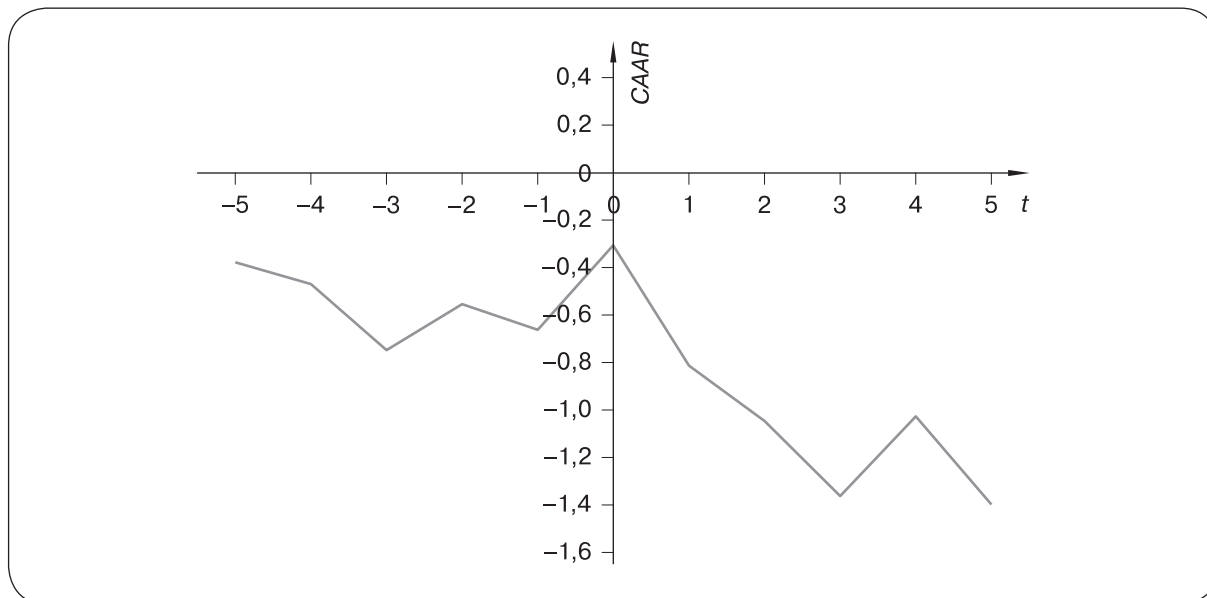


Рис. 4. Динамика СААР: негативные дивидендные «сюрпризы»

«сюрпризы». Результаты анализа не дают оснований отклонить вторую гипотезу исследования. Зафиксированная реакция российского рынка полностью соотносится с сигнальной теорией дивидендов. Аналогичные выводы о реакции российского рынка на дивидендные объявления, содержащие негативные новости, были сделаны и в работах, применявших «наивную» модель [Теплова, 2008; 2011; Рогова, Бердникова, 2014; Березинец и др., 2015].

Отметим, что графики СААР в обоих случаях «сюрпризов» (позитивные и негативные) ведут себя очень схоже. Тем не менее реакция российского рынка акций на негативные «сюрпризы» более ярко выражена, чем на позитивные: СААР при $t = 5$ принимает значения $-1,3971\%$ и $-1,0765\%$ соответственно (рис. 5).

Итак, исследование на выборке из 40 наиболее ликвидных российских компаний показало, что:

- позитивные дивидендные «сюрпризы» в среднем приводят к возникновению отрицательных избыточных доходностей акций российских компаний;

- негативные дивидендные «сюрпризы» в среднем приводят к возникновению отрицательных избыточных доходностей акций российских компаний.

Таким образом, результаты исследования не дают оснований принять базирующуюся на сигнальной теории дивидендов гипотезу, что на позитивные дивидендные «сюрпризы» российский рынок в среднем будет реагировать положительно.

Обсуждение результатов

Результаты исследования, в котором использовался подход, основанный на консенсус-прогнозах аналитиков, в целом соотносятся с выводами более ранних работ по российскому рынку, опиравшихся на «наивную» модель для оценки реакции рынка на объявления о выплате дивидендов. Негативная реакция российского рынка на оба типа объявлений — как позитивного, так и негативного характера — выявлена в исследованиях [Теплова, 2008; 2011; Рогова, Бердникова, 2014; Березинец и др., 2015]. Тот факт, что и при использовании более тонко настроенного

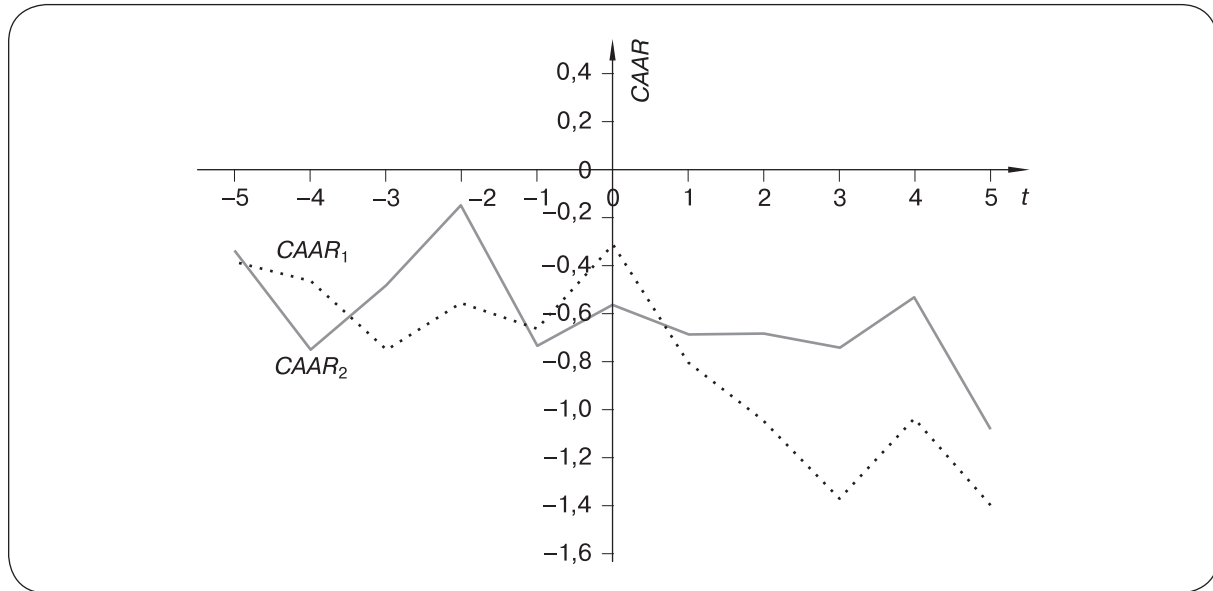


Рис. 5. Динамика CAAR: положительные и отрицательные дивидендные «сюрпризы»

Примечание: CAAR₁ — отрицательные дивидендные «сюрпризы», CAAR₂ — положительные дивидендные «сюрпризы».

«сюрпризного» подхода российский фондовый рынок сохраняет свою специфику и демонстрирует в среднем отрицательную реакцию на положительные дивидендные «сюрпризы» (в отличие от ряда развитых и развивающихся фондовых рынков), может быть обусловлен несколькими обстоятельствами.

Подобная реакция может объясняться спецификой ожиданий инвесторов, имевшей место на российском рынке в 2010–2014 гг. Безусловно, этот межкризисный период неоднороден. Так, первый временной отрезок, 2010–2012 гг.², был этапом восстановительного посткризисного роста российской экономики (среднее квартальное значение индекса физического объема ВВП (к соответствующему периоду) составляло 104,1, а среднемесячное значение индекса инвестиций в основной капитал (к соответствующему периоду) —

² Следует отметить, что технически заметное устойчивое замедление темпов роста квартального ВВП наблюдается уже со второй половины 2012 г.

106,5).³ Можно предположить, что на этом общем фоне роста инвесторы скорее ожидали от компаний вложений в развитие, укрепление позиций на существующих рынках или в завоевание новых рынков, нежели получения сиюминутного дохода в виде дивидендов. Инвесторы могли рассчитывать на будущий рост ценности компании за счет использования возросших инвестиционных возможностей после кризиса 2008–2009 гг., соответственно, на будущий рост денежных потоков и дивидендных выплат. В такой ситуации объявление величины дивидендов сверх консенсус-прогноза могло давать инвесторам отрицательную информацию о компании и интерпретироваться, например, как сигнал об отсутствии возможности или желания топ-менеджмента компании реализовывать успешные инвестиционные проекты. Отметим, что этому подпериоду соответствует 27 наблюдений положительных дивидендных «сюрпризов».

³ Используются данные Федеральной службы государственной статистики и Минфина РФ.

Второй временной отрезок, с 2013 г. по I квартал 2014 г.⁴, стал этапом замедления и постепенного сползания российской экономики в рецессию. В этот период среднее квартальное значение индекса физического объема ВВП составляло уже лишь 101,1, а среднемесячное значение индекса инвестиций в основной капитал — 98,6. Этому временному отрезку соответствуют 22 наблюдения положительных дивидендных «сюрпризов». Негативная реакция рынка на объявления о величине дивидендов сверх консенсуса в этот подпериод могла быть связана с возраставшими опасениями относительно снижения финансовой устойчивости компании при таких дивидендных выплатах: сравнительно недавний опыт кризиса 2008–2009 гг. мог накладывать отпечаток на такой «консервативный поворот» в настроениях инвесторов.

Следует подчеркнуть, что при интерпретации специфической негативной реакции российского фондового рынка на позитивные дивидендные «сюрпризы» нельзя оставлять без внимания факт превалирования среди торгуемых на рынке компаний с доминирующим собственником. Подобная особенность, в сравнении с рынками с широкой представленностью компаний с распыленной структурой собственности (на которых изначально и строилась классическая сигнальная теория дивидендов), может оказывать существенное влияние на восприятие рынком сигналов, создаваемых неожиданным ростом дивидендных выплат. Потенциальное (и зачастую реальное) расхождение интересов мажоритарного и миноритарных акционеров, возможности для экспроприации ценности последних путем извлечения из компании денежных средств в некоторых случаях могут приводить к негативному восприя-

тию информации о росте дивидендов сверх ожидаемого уровня.

Негативную реакцию на позитивные дивидендные «сюрпризы» можно рассматривать также с позиции положений поведенческих финансов. Согласно данной концепции, несмотря на то, что инвесторы в основном стремятся к максимизации своего благосостояния, им при определенных обстоятельствах свойственно принимать неожиданные или даже нерациональные решения, что объясняется эмоциональной и психологической составляющей процесса принятия решений. В последнее время интерес к изучению феномена поведенческих финансов заметно возрастает. При этом исследуются не только причины нерационального поведения инвесторов, но и его последствия для фондовых рынков. Так, в работе [Opresan, Tanasescu, 2014] авторы приходят к выводу о том, что формирующимся (emerging) рынкам свойственна обостренная реакция на новости, когда эмоциональные «отклонения» (излишний пессимизм или оптимизм, настороженность, опасения и пр.) носят массовый характер среди инвесторов (так называемый «эффект толпы» или «эффект торнадо»). В частности, часто наблюдается влияние поведенческих факторов на объемы торгов ценными бумагами [Opresan, Tanasescu, 2014]. В свою очередь, в [Olsen, 1998] отмечалось, что подобное поведение «под толпу» способно хотя бы отчасти объяснить сверхволатильность акций на рынке в определенные периоды времени.

Если отталкиваться от идей подхода поведенческих финансов, то можно предположить, что полученные нетрадиционные с точки зрения сигнальной теории дивидендов результаты могут быть связаны с общим негативным настроением российских инвесторов, постепенно накапливающимся пессимизмом (особенно ближе к окончанию исследуемого периода) и отсутствием доверия к перспективам развития российского фондового рынка. В этих условиях

⁴ Последнее событие, вошедшее в наш анализ объявлений о величине дивидендов, датируется маем 2014 г.

рынок мог с недоверием относиться к любой агрессивной дивидендной политике компаний (как к неоправданно высоким, так и к неоправданно низким дивидендам).

Важным фактором, оказывающим влияние на российский фондовый рынок, традиционно является ситуация на мировых рынках сырьевых товаров. В период с 2010 по 2014 г. в нефтегазовой отрасли постепенно нарастала неопределенность, произошло несколько значительных событий, которые также могли повлиять на настроенное отношение инвесторов к перспективам российских сырьевых компаний. Очевидно, что наиболее существенное ухудшение финансовых показателей компаний в сфере нефтедобычи и нефтепереработки произошло уже в условиях резкого снижения цен на нефть в течение последних двух лет. Однако предпосылки для этого формировались ранее, поэтому и на периоде нашего исследования негативный эффект от данных событий уже мог ощущаться.

Например, с апреля 2011 г. цена на нефть за полгода упала почти на 21% на фоне опасений повторения мирового финансового кризиса, нестабильной ситуации в Европе (в частности, угрозы дефолта Греции), а также давления укреплявшегося доллара на прочие резервные валюты. Кроме того, в посткризисный период неопределенность относительно будущего спроса на российскую продукцию нефтегазовой промышленности возросла из-за «нависающей опасности» предложения сланцевой нефти и газа компаниями США, а также освоения морских месторождений. В дополнение к этому в период после глобального финансового кризиса в Европе были построены избыточные мощности по нефтепереработке, что стало позволять странам Европы самостоятельно удовлетворять потребность в высококачественных нефтепродуктах. Упомянутые негативные события на нефтяном рынке, его волатильность не могли не повлиять на настроения

инвесторов на российском рынке и могли стать одним из факторов зафиксированной негативной реакции на позитивные дивидендные «сюрпризы» в период 2010–2014 гг. Такие негативные (для российских компаний) тенденции развития сырьевых рынков, по всей видимости, наложили отпечаток на уже упомянутую эмоциональную составляющую в поведении инвесторов.

Следует также отметить, что результаты проведенного исследования реакции российского рынка на дивидендные «сюрпризы» указывают на присутствие признаков его информационной неэффективности, если руководствоваться классификацией [Fama, 1970], так как имеют место избыточные доходности акций в окне события. Согласно концепции, предложенной в [Fama, 1970], рынок является эффективным в отношении какой-либо информации, если она незамедлительно и в полном объеме отражается в цене актива. При данном предположении получение сверхприбыли инвестором невозможно. Факт возникновения избыточных доходностей как результат реакции российского рынка на дивидендные «сюрпризы» свидетельствует о том, что рынок России находится ближе к слабой форме информационной эффективности. Это означает, что не вся публичная информация мгновенно отражается в ценах акций, что оставляет возможность для инвесторов в краткосрочной перспективе извлечь выгоду от аномальных движений цен акций вокруг дня дивидендного «сюрприза».

В завершение обсуждения отметим, что российским компаниям, по всей видимости, следует учитывать прогнозируемую рынком (аналитиками) величину дивидендов. Это позволит уменьшить потенциал конфликта заинтересованных сторон в отношении дивидендных выплат, который может вести к разрушению ее рыночной ценности. В свою очередь, с позиции инвесторов, ориентированных на поиск

краткосрочных прибылей на рынке, полученные результаты еще раз демонстрируют важность проявления внимания к потенциальным движениям цен на акции компаний вокруг дня объявления о выплате дивидендов. Существующие свидетельства неэффективности российского фондового рынка указывают на то, что инвесторы, «разумно» торгуя вокруг дня объявления, могут извлекать краткосрочную выгоду из избыточных доходностей акций компании.

Заключение

Представленное в статье исследование было направлено на изучение реакции российского рынка на «сюрпризы», возникающие при дивидендных объявлениях компаний. Применение «сюрпризной» модели является естественным развитием исследований по данной проблематике на российском рынке. К настоящему времени в существующих работах по российскому рынку в основном тестировалась «наивная» модель дивидендных новостей, которая предполагала проведение инвесторами сравнений с величиной дивидендов (обычно годовых), выплаченных компанией в прошлом периоде. Очевидно, однако, что с течением времени на рынок поступает новая информация в виде значимых новостей, объявлений и прогнозов относительно компании, а вместе с тем меняются и ожидания инвесторов. Соответственно, альтернативой для тестирования сигнальной модели дивидендов выступает «сюрпризная» модель, предполагающая, что ожидания держателей акций формируются прогнозами финансовых аналитиков относительно величины дивидендных выплат.

Исследование по методу событий было проведено на выборке из 40 российских компаний для 137 объявлений о выплате дивидендов и соответствующих дивидендных консенсус-прогнозов в период с 2010

по 2014 г. Его результаты свидетельствуют, что в этот период российский рынок в среднем реагировал негативно как на позитивные, так и на негативные дивидендные «сюрпризы». Это наблюдение, расходящееся с классическими предсказаниями сигнальной теории дивидендов, было отмечено и в более ранних исследованиях российского рынка акций, в которых применялась «наивная» модель (см., напр.: [Теплова, 2008; Рогова, Бердникова, 2014; Березинец и др., 2015]). Результаты по двум моделям, предполагающим заметно различающийся механизм поведения инвесторов, соответствуют друг другу. Таким образом, мы обнаружили дополнительное подтверждение зафиксированной в последние годы специфической негативной реакции российского рынка на «позитивные» дивидендные новости компаний.

Негативная реакция российского фондового рынка на такие дивидендные новости может объясняться спецификой изменчивых ожиданий инвесторов в исследуемой период времени. С одной стороны, в определенный период участники рынка могли ожидать от компаний скорее вложений в рост и развитие, нежели получения сиюминутной выгоды в форме дивидендов. С другой стороны, в период быстрого замедления роста российской экономики агрессивная (т.е. сверх консенсуса) дивидендная политика компаний могла вызывать настороженную реакцию, в том числе относительно их финансовой устойчивости. Потенциальные конфликты мажоритарных и миноритарных акционеров относительно распределения свободного денежного потока в условиях сохранявшейся весьма высокой концентрации контроля в ведущих российских компаниях могли только усиливать предрасположенность рынка к такой специфической реакции.

Зафиксированную реакцию рынка также можно объяснить и с точки зрения подхода поведенческих финансов. В данном случае свою роль мог сыграть постепенно

накапливавшийся у участников фондового рынка пессимизм на фоне распространения негативных тенденций в российской экономике. Зависимость российской экономики и фондового рынка от ситуации в сырьевом секторе, который переживал турбулентные времена в 2010–2014 гг., также могла отразиться на реакции российских инвесторов на дивидендные «сюрпризы».

В то же время стоит отметить, что развитие экономики циклично. Вполне возможно, что специфическая реакция рынка на позитивные дивидендные «сюрпризы» изменится на противоположную, когда большая часть российских компаний сможет стабилизировать свое положение, выйти на предкризисный уровень результативности деятельности или превзойти его.

ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- Березинец И. В., Булатова Л. А., Ильина Ю. Б., Смирнов М. В. 2015. Реакция российского рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (1): 44–90.
- Рогова Е. М., Бердникова Г. О. 2014. Ценовая реакция российского фондового рынка на объявления компаний о дивидендных выплатах. *Российский журнал менеджмента* 12 (4): 3–28.

- 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.

REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Aharony J., Swary I. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* 35 (1): 1–12.
- Akbar M., Baig H. H. 2010. Reaction of stock prices to dividend announcements and market efficiency in Pakistan. *Lahore Journal of Economics* 15 (1): 103–125.
- Akben-Selcuk E., Altioek-Yilmaz A. 2010. Information content of dividends: Evidence from Istanbul stock exchange. *International Business Research* 3 (3): 126–132.
- Ambarish R., John K., Williams L. 1987. Efficient signaling with dividends and investments. *Journal of Finance* 42 (2): 321–343.
- Amihud Y., Murgia M. 1997. Dividends, taxes, and signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance* 52 (1): 397–408.
- Amin A. S., Dutta S., Saadi S., Vora P. P. 2015. Institutional shareholding and information content of dividend surprises: Re-examining the dynamics in dividend-reappearance era. *Journal of Corporate Finance* 31: 152–170.
- Andres Ch., Betzer A. A., van den Bongard I., Haesner Ch., Theissen E. 2013. The information content of dividend surprises: Evidence from Germany. *Journal of Business Finance & Accounting* 40 (5–6): 620–645.
- Bar-Yosef S., Sarig O. H. 1992. Dividend surprises inferred from option and stock prices. *Journal of Finance* 47 (4): 1623–1640.
- Bhattacharya S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics* 10 (1): 259–270.
- Brown Ph., How J. C. Y., Verhoeven P. 2008. The accuracy of analysts dividend forecasts around the world. *Pacific-Basin Finance Journal* 16 (4): 411–435.

- Conroy R. M., Eades K. M., Harris R. S. 2000. A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: Evidence from simultaneous announcements in Japan. *Journal of Finance* 55 (3): 1199–1227.
- Eades K. M. 1982. Empirical evidence on dividends as a signal of firm value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 17 (4): 471–500.
- Easterbrook F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74 (4): 650–659.
- Fama E. F. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25 (2): 383–417.
- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. 1969. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* 10 (1): 1–21.
- Fuller K. P. 2003. The impact of informed trading on dividend signaling: A theoretical and empirical examination. *Journal of Corporate Finance* 9 (4): 385–407.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75 (3): 387–424.
- Healy K., Palepu P. 1988. Earning information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21 (2): 149–176.
- Hull T. 2013. Does the timing of dividend reductions signal value? Empirical evidence. *Journal of Corporate Finance* 22: 193–208.
- Irum M., Rafique M., Hassan A. 2012. Effect of dividend announcement on share prices of petroleum industry of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research* 2 (7): 6503–6511.
- Jensen M. C. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- John K., Kalay A. 1985. Informational content of optimal debt contracts. In: Altman E., Subrahmanyam M. (eds). *Recent Advances in Corporate Finance*. Irwin: Homewood, IL; 133–161.
- Joshiyura M. 2009. Price and liquidity effects of bonus announcements: Empirical evidence from Indian stock market. *The IUP Journal of Applied Finance* 15 (11): 5–23.
- Kwan C. C. Y. 1981. Efficient market tests of the informational content of dividends announcements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 16 (2): 193–205.
- Lintner J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46 (2): 97–113.
- Liu Ch., Chen An-Sing. 2015. Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis* 37: 194–207.
- Miller M. H., Rock K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40 (4): 1031–1051.
- Modigliani F., Miller M. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34 (4): 411–433.
- Myers S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147–175.
- Myers S. C. 1984. Capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39 (3): 575–592.
- Olsen R. A. 1998. Behavioral finance and its implications for stock — price volatility. *Financial Analysts Journal* 54 (2): 10–18.
- Opresan C., Tanasescu C. 2014. Effects of behavioural finance on emerging capital markets. *Procedia Economics And Finance* 15: 1710–1716.
- Peterson P. 1989. Event studies: A review of issues of methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics* 28 (3): 36–66.
- Taneem S., Yuce A. 2011. Information content of dividend announcements: An investigation of the Indian stock market. *International Business & Economics Research Journal* 10 (5): 49–57.
- Wooldridge J. R. 1982. The information content of dividend changes. *Journal of Financial Research* 5 (3): 237–247.
- Wooldridge J. R. 1983. Dividend changes and security prices. *Journal of Finance* 38 (5): 1607–1615.
- Wooldridge J. R., Ghosh C. 1985. Dividend cuts: Do they always signal bad news? *Corporate Finance Journal* 3 (2): 20–32.

Translation of references in Russian into English

- Berezinets I. V., Bulatova L. A., Ilina Yu. B., Smirnov M. V. 2015. Russian stock market reactions to dividend announcements: Empirical study. *Vestnik S.-Peterburgskogo unta. Seriya Menedzhment* (1): 44–90.
- Rogova E. M., Berdnikova G. O. 2014. Russian stock market reaction to dividend announcements. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta* 12 (4): 3–28.

- Teplova T. V. 2008. Impact of cash dividend payments on Russian companies' market capitalization: Event study testing for Russian and world stock exchanges. *Audit i finansovyy analiz* (2): 1–15.
- Teplova T. V. 2011. The reaction of share prices on cash dividend announcements: Signaling on the Russian market before and after the crisis. *Finansovyy menedzhment* (1): 13–25.

*Статья поступила в редакцию
15 апреля 2016 г.
Принята к публикации
13 июня 2016 г.*

The Russian Market Reaction to Dividend Surprises: An Empirical Study***Berezinets, Irina V.***

Associate Professor, Graduate School of Management, St. Petersburg University, Russia
E-mail: berezinets@gsom.spbpu.ru
Volkhovskiy per., 3, 199004, St. Petersburg, Russian Federation

Bulatova, Liliia A.

Trainee, Amadeus Data Processing GmbH, Germany
E-mail: Liliia.Bulatova@amadeus.com
Berghamer Str., 6, 85435, Erding, Germany

Ilina, Yulia B.

Associate Professor, Graduate School of Management, St. Petersburg University, Russia
E-mail: jilina@gsom.spbpu.ru
Volkhovskiy per., 3, 199004, St. Petersburg, Russian Federation

Smirnov, Marat V.

Senior Lecturer, Graduate School of Management, St. Petersburg University, Russia
E-mail: m.v.smirnov@spbpu.ru
Volkhovskiy per., 3, 199004, St. Petersburg, Russian Federation

The article investigates reaction of the Russian stock market to dividend announcements in the period 2010–2014. In the study the problem is examined from dividend “surprises” perspective. The idea behind this approach is that market participants’ dividend expectations are assumed to be built on the basis of publicly available analysts’ forecasts. As a proxy for dividend surprise the difference between the announced dividends and the consensus analyst forecast is used. No studies with the use of the dividend “surprises” model in the context of Russian market were conducted before, thus, the present research contributes to the testing of the signaling theory of dividends on the Russian stock market. The research was conducted using event study methodology on the sample of 40 Russian public companies, which regularly pay yearly dividends.

Obtained results of the study provide grounds to make conclusions about the fact that Russian market on average reacts negatively to both good and bad dividend surprises. The research confirms conclusions, which were drawn in the previous “naïve” studies of the Russian market reaction to dividend announcements. In the research results are discussed from the perspective of market efficiency, investors’ expectations and their corresponding behaviour, as well as from the view of Russian market state in the period of study.

Keywords: dividend surprise, stock market, Russia, event study.

DOI: 10.21638/11701/spbu18.2016.202

Initial Submission: April 15, 2016

Final Version Accepted: June 13, 2016