**The analysis of market reaction on dividend announcements of Russian companies**

**Galina Berdnikova, National Research University Higher School of Economics at St.-Petersburg,**

**Elena Rogova, National Research University Higher School of Economics at St.-Petersburg**

**Abstract**

The paper is aimed at examining the market reaction on announcements about dividend payments of Russian companies. Though there are numerous papers devoted to this problem, their results are controversial, and they are rather related to developed markets than to developing economies. The understanding of signals that dividend announcements give companies’ shareholders and potential investors is important because it helps to improve the quality of investment and financial decisions.

The peculiarity of this paper is that different sectors of economy are analyzed separately. The difference in reaction in different sectors of economy is revealed. The research is based on the event study methodology. The data sample consists of 115 announcements of Russian public companies for the period of 2009-2013.

**Keywords**: dividend payments, dividend policy, market reaction, event study analysis

**1. Introduction**

One of the key issues of corporate finance is to assess the impact of financial decisions at the market value of the company, which, if the company is listed on the market, may be estimated through the share price. Though in the middle of the last century, Miller and Modigliani (1961) have proved that at a perfect capital market financial decisions do not affect the share prices, in fact, the market is not perfect, and managerial decisions should take into account such factors as information asymmetry, tax burden, institutional constraints, and other transaction costs.

Modern companies are functioning within an aggressive information environment. Once a company enters the market, it is immediately involved in the powerful information stream and becomes a source of information itself. Certain event or information about it can affect the share prices of companies.

For example, 17 January 2011, it was reported that Apple's CEO Steve Jobs goes on indefinite leave for health reasons. After this announcement in a few weeks one could trace clearly the relationship between the news about Jobs’ health and the price of shares of the company (Apple ..., 2011). Another striking example of the impact of events on the quotes may provide the Japanese electricity producer Tepco. After the accident at the nuclear power plant Fukushima-1, prices of the company's shares have fallen from 2,149 yen per share to 399 yen per share, within a period of a month, and then continued to fall to the level of 207 yen for two months. From these examples, it can be concluded that companies should not ignore the news background, and they should consider the event risk in making those or other enterprise solutions.

The dividend policy is one of the factors that affect the market value of the company and, consequently, the welfare of its shareholders. For a long time researchers have attempted to find the relationship between the value of the company and dividend payments.

Most studies of the reaction of the market value of companies to changes in the dividend payments is related to developed markets (USA, Germany, UK, Denmark, and others). There is a general conclusion from these papers that share prices are rising at the response to the increase in dividend payments, and vice versa, the reductions of payments cause the decrease of shares prices. This market reaction is consistent with the signaling theory of dividends.

As for emerging markets, studies on the dividend policy are rather rare. Aivazian and Booth (2003) had compared the U.S. market and emerging markets of eight countries. However, they have not studied the reaction of share prices on changes in the amount of dividends, but only assessed the factors affecting companies' dividend policies. It turned out that these factors are the same in both developed and emerging markets, differing only by the strengh of their influence. In 2013, a paper was published (Berezinets, Bulatov, Ilyin, 2013), dedicated to the Indian market and to the analysis of the impact of the announcements on dividend payments at companies’ shares prices.

In Russia, the problem is not studied deeply, that can be explained by the fact that the majority of listed joint stock companies do not consider their dividend payments as an effective tool of managing the companies’ market values. The only fundamental work (Teplova, 2008), though, is very interesting because the author, while evaluating the reaction of the Russian market at the dividend payments announcements and received a negative reaction both to the news about the dividends increases, and about their decline. However, the data obtained, is related to the period before 2007, and since then the market situation has changed dramatically. This consideration requires adjustments in research methods and conclusions.

Because of the importance of the topic and the insufficient development of studies on dividend policies in Russia, the main objective of this work is to assess the market reaction at the information on dividend payments made Russian companies.

**2. Dividend policies of Russian companies**

Dividend policy is generally understood as a part a company’s financial policy, aimed at the distribution of profit and defining the share of profit that is transferred to owners. It should answer two key questions:

1. Do dividend payments influence at the total shareholders’ wealth?

2. If they have impact, then what should be the optimal dividend payment?

The main theoretical foundation, upon which the assessment of the market reaction to dividend payments is based, is the signaling theory (Miller, Rock, 1985). Because of the information asymmetry, the true value of the company is very often unknown to investors. Dividends may help to improve its understanding. According to the signaling theory, dividends give investors a signal about the company’s future earnings. High dividends mark the high income of the company, its stability, as well as its favorable prospects. However, on the other hand, high dividend may mean that the company's management does not see the capacity for rapid growth and plans to reduce investment. So, the information on dividend payments is giving a mixed signal to the market (Teplova, 2013, p. 521).

The analysis of dividend payments of Russian companies allows us to conclude that a many companies are paying dividends irregularly, and their size is so insignificant that until recently the payback period for dividend yields could be equal to 30 and sometimes 50 years. However, in recent years there has been a gradual increase in the amount of dividend payments, along with the formalization of the dividend policy in the internal regulations of Russian companies.

Dividend policy of Russian companies has following specific features.

1. The uneven development of industries. Oil and gas industry, metal processing and telecommunications have been the main players at the market and the key drivers of economic growth for a long period of time. This imbalance affects both the profitability of businesses and the distribution of earnings. More than 80% of all dividend payments are related to oil and gas industry (Lukasiewicz, 2007), due to high energy prices, capital-intensive activities and the need for these companies to attract additional funding for investment, while the of financial leverage in this industry traditionally is rather low (the average equity multiplier for 41 world-largest oil companies is 1.98, that is only half the assets of companies is formed by debt (Rogova, 2014)). It is an opportunity to attract investors that makes Russian companies to shift to more transparent dividend policies. High and constant payments in the telecommunications industry are explained by rapid growth of these companies, as well as the corporate governance, relevant to international standards. The companies in this industry have many foreign investors who also have an impact at their dividend policies.

2. The specific structure of shareholders of Russian companies. About 68% of the shares of Russian listed companies belongs to direct investors, and the free float, respectively, is only about 32%. The government has the full ownership in than 150 companies, a majority stake in 500 companies and a blocking control in more than 1000 companies. It also has minority stakes in about 1,750 companies.

Some government-owned companies, as Gazprom, are paying dividends regularly. However, many state-owned companies are trying to find ways not to share their profits with shareholders.

3 The insufficient development of the legislation. The main problem shareholders deal with is the timing and mechanism of dividend payments. While in many countries the dividends can be obtained within three days, in Russia it may require a much longer period. However the legislation is changing. According to the Federal Law of 29.12.2012 № 282-FZ, since 2014 dividends payments should be paid within a period of 25 working days from the date on which the list of the persons who are entitled to receive dividends, is defined. Before this, the dividend payments were made within 60 days, unless otherwise has been decided by the company. In practice, the payments period could be stretched to six months.

Thus, Russian companies are currently in the process of improving existing or creating new, more effective dividend policies, which gradually become considered as a tool of companies’ investment appeal and value growth.

**Literature review**

Among the papers devoted to the analysis of the impact of the announcements on dividend payments at shares prices one may notice the commonless of conclusions for developed markets. Thus, the research of the American market (Pettit, 1972, Aharony, Swary, 1980, Grullon, Roni, Bhaskaran, 2002) has demonstrated that when a company increases its dividend payments, there is an average increase in shares prices, if a company reduces the dividends, then prices are falling.

Amihud and Murgia (1997) examined the German stock market reaction to the announcement on dividend payments. The paper revealed that, despite the different taxation in the United States and Germany, the reaction to the announcements on dividend payments at these markets is similar.

Interesting, and to some extent controversial to the classical signaling theory, results were obtained by Karim (2010), who found that in the period from 2006 to 2008, the shares traded on the NYSE, showed no significant response to dividend payments announcements, no matter what information is contained in these reports (information on the increase, reduction or unchanged dividends). At the London Stock Exchange companies demonstrated a positive abnormal return in response to announcements about the reduction of dividends, negative - as a reaction to an increase in the amount of dividends, and showed no change in returns in response to information about the immutability of dividends. Perhaps these results are attributed to the period of the study that preceded the financial crisis.

As to emerging markets, the impact of dividend payments announcements at the shares prices is less examined. Aivazian and Booth (2003) compared the dividend policies in the United States and 8 emerging markets (Jordan, Pakistan, Zimbabwe, India, Korea, Malaysia, Turkey and Thailand), and found that factors influencing dividend policies at the emerging markets and in the USA, are the same. First of all, dividend policy is shaped by the company’s profitability, its financial leverage and market-to-book ratio. However, the degree of influence of these variables is different.

Altiok-Yilmaz, Akben-Selcuk (2010) proved the confirmation of the signaling theory for the Turkish market. Berezinets, Bulatova and Ilyina (2013) confirmed the similarity of the reactions to the announcement of dividend payments for the emerging market (India) and developed markets. The authors found that the Indian market, on average, reacts positively to the announcements of the increase in dividends, reacts negatively to the announcements of the reductions in dividend payments and does not respond to announcements about a constant value of the dividend.

Research of the Russian market is presented by Teplova (2008), who had obtained the opposite results to the majority of other studies. The market reacted negatively to the news about dividends increase. The explanation was provided, that only large Russian companies had been included in the sample, and the results were correlated with the signaling theory.

**Methodology and data sampling**

We used event studies for testing the market reaction to the announcement about dividend payments. Foundational work on event study analysis goes back to the 1960s. Ball and Brown (1968) looked at the market response to announcements about companies’ financial results. Fama et al. (1969) investigated market reaction to information on company stock splitting. The methodology used in many of the current event studies is basically the same as the methodology introduced in these early works. Based on the notion of an efficient market that will respond immediately to any consequential events, the objective of event study analysis is to assess the impact of specific events or happenings on company performance through the market reaction to these events. If an event is perceived to have a positive impact on company performance, the stock price for that company will go up, and if the event is perceived to have a negative impact on company performance, the stock price will go down. In Russia, event study analysis has been used to investigate dividend policies (Teplova, 2008), and capitalization (Grigoriadi, Ivashkovskaya, Shamraeva, 2009; Okoulov, 2010; Grigorieva, Ivashkovskaya, 2012). The method is based on testing the statistical hypothesis about significant differences from zero for the expected value of the abnormal return.

In this paper, the announcements on dividend payments are considered as events. We used the Emerging Markets Information Service (EMIS) database for this purpose, limiting our search to the period from 1 January 2009 to 1 January 2014. All the announcements collected were analyzed for the absence of other significant events that could have an impact on share prices within the event window. We also excluded companies for which we could not get information on daily share prices. Our final sample consisted of 115 announcements from 58 companies in various industries. More than 50% of the sample falls on the chemical industry, metallurgical industry and production of fuel and energy minerals. Companies included in the sample, actively trade their shares, both at the Moscow Interbank Currency Exchange, and at foreign exchanges (LSE, NASDAQ, etc.). However, due to the fact that we examine the reaction of Russian companies, the study is limited to the MICEX.

In our study, 11-day time period is used for the event window (from the fifth day prior to the announcement, till the fifth day after the announcement). Estimation window is 120 days (4 months), 125 to 5 days before the announcement. Estimation window and event window do not overlap each other, thus minimizing the possibility of the influence of the events at the normal returns.

We used the market model to calculate normal returns as following:

,   (1)

where E(Ri) denotes the expected rate of return for a capital asset; E(Rm) is the expected return on the market portfolio; αi, βi are the coefficients of the regression model for the share i.

To assess the market reaction the event and test our hypotheses we look at the abnormal or excess returns of the investigated stock, which is calculated as the difference between the actual return and the estimated expected return, based on the stock performance during the estimation period:

,   (2)

where ARit denotes the abnormal return on the security i at day t; Rit denotes the actual market return at day t; E (Rit | Xt) denotes the expected market return of the i-th security at day t.

 Cumulative abnormal returns (CAR) can be calculated by summing the AR for the days of the event window (Kothari, Warner, 2007). To assess the stock price reaction for significance, cumulative average abnormal returns (CAAR) are calculated for a particular event window as:

, (3)

where: CARi(t1; t2) denotes cumulative abnormal return within the event window; t1 is the first day of the event window; t2 is the upper one; N is the sample size.

We should test the hypothesis for significant differences from zero of the expected value of abnormal returns:

$H\_{0}: E [CAAR\_{i}\left(t\_{1};t\_{2}\right)]=0$$H\_{0}: E [CAR\_{i}\left(t\_{1};t\_{2}\right)]=0$ (4)

$H\_{1}: E [CAAR\_{i}\left(t\_{1};t\_{2}\right)]\ne 0$ (5)

**Research hypotheses**

The information collected for the study included the name of the company, the date of the announcement, the industry to which the company belongs, as well as information on how dividend payments had changed. We divided the sample into three groups according to the character of the announcement - the "good", "bad" and "neutral" news. To "good" news we related announcement of dividend increase more than 5% and the announcement of the resumption of dividend payments. To "bad" news there were related the announcements of the reduction of dividend payments by more than 5% and the refusal to pay dividends after the company had paid them for a certain period. The third group ("neutral" news) contained announcements with information that dividend payments had not changed or had changed slightly (decreased or increased by less than 5%). In the final sample, more than half the news were "good", about a third - "bad" and the other "neutral" (Fig. 1).

Fig. 1. The distribution of the sample according to the character of news

Following the results obtained by the majority of academic papers, we posed our three basic hypotheses as follows.

*H1: Announcements about the increase of dividend payments would cause the growth of share prices of Russian companies.*

*H2: Announcements about the decrease of dividend payments would cause the diminishing of share prices.*

*Hypothesis 3: Reports of constant dividend payments do not affect the share prices.*

In addition, we assumed that the reaction of companies in various sectors of the economy would differ. To verify this, we formulated the following hypothesis.

*H4: The reaction to the "good" news will vary depending on the industry in which the company operates.*

**Results and discussion**

The GRANK method was used to test our hypotheses (Kolari, 2010). The results obtained are presented at Table 1.

*Table 1*

Test statistics results for all the types of announcements

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Type of the news | CAAR GRANK | Student test, 10-% level of significance | Student test, 5-% level of significance |
| Good | -8,07489\* | 1,676 | 2,009 |
| Bad | -2,02063\*\* | 1,699 | 2,045 |
| Neutral | -1,59641 | 1,753 | 2,131 |

\* - significant at the 5-% level of significance;

\*\* - significant at the 10-% level of significance.

The hypothesis of normality of the distribution for the sample of "good" announcements is rejected at 5-% significance level, and the hypothesis of normality of the distribution for the sample of "bad" announcements is rejected at 10% significance level. Thus, we can conclude that the announcement about the changes in dividend payments affects significantly the company's share price. "Neutral" news, on the other hand, do not affect the company's share price, so our third hypothesis is supported.

To check the remaining hypothesis, we have calculated abnormal returns and cumulative abnormal return for each announcement in the sample. Analysis of the cumulative abnormal return shows that the "good" news (increase of dividends) from 2009 to 2014 have a negative effect on the reaction of the stock market (Fig. 2).

Fig 2. The reaction at the “good” announcements

The figure demonstrates the negative CAAR within the entire event window, i.e company's stock price declines steadily over the observed period. After all the market participants recognize that the company increases dividends (t = 0), share prices begin to decrease at a higher rate compared to the previous five days before the announcement. Thus, the first hypothesis, that the news of the dividend increase causes an increase of share prices, was incorrect.

Next, we consider the market reaction to the "bad" news (Fig. 3). The figure clearly expresses a positive market reaction to the "bad" news throughout the event window. CAAR meaning is greater than zero and increasing, i.e average stock prices grow at the company's announcement about the dividends reduction. So, the second hypothesis was also incorrect.

Рис. 8. Реакция российских компаний на «плохую» новость

Отметим схожесть полученных нами результатов с теми, к которым пришла Т.В. Теплова (2008), исследуя реакцию российских компаний на объявления о дивидендных выплатах с 1999 по 2006 год, то есть, несмотря на тенденцию к увеличению выплаты дивидендов, реакция рынка не изменилась. Такая обратная реакция была также отмечена ещё в нескольких странах – в Дании [Sorensen, Arveschoug, 2004] и в работе М. Карима [Karim, 2010], на эмпирических данных 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 его вложение в ценную бумагу не окупится. Негативный эффект заключается в 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, что для инвесторов в российские компании гораздо важнее будущий доход от инвестиционной деятельности, нежели текущий от дивидендов.

Полученные реакции согласуются с теорией иррелевантности дивидендов Модильяни и Миллера и политикой остаточного дивиденда. Компании выплачивают дивиденды только тогда, когда они не имеют возможности вложить свои средства в инвестиционные проекты.

ОАО «Магнит» не является придерживается этой политики и регулярно выплачивает дивиденды. Именно поэтому, когда мы отдельно рассмотрели реакцию её акций на объявления об изменении размера дивидендов (см. рис. 6), она оказалась отлична от реакции всего рынка, и при уменьшении размера дивидендных выплат акции компаний падали.

Так как увеличение дивидендов – более распространённая практика, проверим, отличается ли реакция 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. Наиболее часто встречающимися оказались такие отрасли как химическое и металлургическое производство, добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и добыча полезных ископаемых, не включая топливно-энергетические.

Для проверки гипотезы о значимости влияния объявлений отдельной отрасли на рыночную стоимость акций был проведен тест Коррадо (табл. 3)

Таблица 3

Значения тестовых статистик для различных отраслей

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Отрасль | CAAR GRANK | Табличное значение критерия Стьюдента, 10% уровень значимости | Табличное значение критерия Стьюдента,5% уровень значимости |
| Химическое производство | -3,04469\* | 1,943 | 2,446 |
| Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых | -6,23283\* | 1,895 | 2,365 |
| Добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических | -3,32323\* | 2,015 | 2,570 |
| Металлургическое производство | -3,32356\* | 1,895 | 2,365 |

\* - значимо на 5%-ом уровне значимости;

\*\* - значимо на 10%-ом уровне значимости.

Все выборки, разделённые по отраслям, имеют распределение отличное от нормального, то есть новости в этих выборках значимо влияют на рыночную стоимость компаний. Рассмотрим поведение кривых кумулятивных усреднённых избыточных доходностей разных отраслей (рис. 9).

Рис. 9. Реакция различных отраслей экономики на увеличение дивидендых выплат

Таким образом, четвёртая гипотеза исследования подтверждается. Акции компаний, функционирующих в топливно-энергетической и металлургической отраслях, негативно, но достаточно сдержанно реагируют на информацию о повышении дивидендов. Стоимость акций компаний падает, но не сильно.

Более интересна реакция компаний химической промышленности и компаний, добывающих полезные ископаемые (не включая топливно-энергетические). Предприятия резко негативно реагируют на объявления о повышении дивидендов. Средняя избыточная доходность компаний химической промышленности на следующий день после публикации объявления составляет -5,3% (рис. 10). 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. 11).

Рис. 10. Поведение средней избыточной доходности компаний химической отрасли («хорошая» новость)

Рис. 11. Поведение средней избыточной доходности компаний, занимающихся добычей полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических («хорошая» новость)

Такие результаты, в принципе, ожидаемы. Базовые сектора российского рынка (топливно-энергетический и металлургия) в последнее время не демонстрируют высоких темпов роста. Если говорить о топливно-энергетической отрасли, то можно наблюдать спад производства электроэнергии. Экперты объясняют это сокращением её экпорта в Китай и Финляндию. Кроме того, несмотря на то, что добыча нефти продолжает расти, таких темпов недостаточно, чтобы удовлетворить весь внутренний и внешний спрос, поэтому мы видим сокращение экпорта нефти.

Впервые за последние четыре года не растет металлургическое производство. Основной причиной послужило снижение цен на мировом рынке. Страны Европы и Америка также показывают отрицательные показатели, только Китай, Япония и Индия увеличивают своё производство. Главной причиной увеличения производства стали в Китае является появление множества небольших заводов. Предложение существенно превысило спрос, и поэтому китайские металлургические компании стали продавать сталь по более низким ценам.

Акционеры не ожидают высокой будущей прибыли в компаниях данных отраслей, поэтому они скорее заинтересованы в получении дивидендов.

Химическое производство, например, напротив, в последние годы показывает высокий 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 (таблица 4).

Таблица 4

Индекс промышленного производства в России, %

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|   | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Промышленное производство | 107,3 | 105,0 | 103,4 | 100,4 |
| из него: |   |   |   |   |
| добыча полезных ископаемых | 103,8 | 101,8 | 101,0 | 101,1 |
| в том числе: |   |   |   |   |
| *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 3) | 110,6 | 108,0 | 105,1 | 100,5 |
| в том числе: |   |   |   |   |
| 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[[1]](#footnote-1)]

Таким образом, выдвинутые нами *гипотезы, характеризующие реакцию рынка акций на «хорошие» и «плохие» объявления, были на основании проведенных аналитических расчетов опровергнуты*. Полученные результаты не согласуются с сигнальной теорией дивидендов, на которую ориентируются многие исследователи, но согласуются с теорией иррелевантности дивидендов и политикой остаточного дивиденда, которой придерживается большая часть российских компаний*. Гипотеза о том, что «нейтральная» новость (объявление о том, что дивиденды компании не изменились) не влияет на рыночную стоимость компании, подтвердилась*, то есть реакция наблюдается только на «хорошие» или «плохие» новости.

*Гипотеза 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 добычи полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических, гораздо сильнее реагируют на повышение дивидендов. Это можно объяснить тем, что компании данных отраслей имеют возможность бурно развиваться, инвестируя свои средства в прибыльные проекты.

**Заключение**

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

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

Однако проведенное нами исследование позволило установить, что реакция рынка на объявления о дивидендных выплатах обратна типу новости, то есть увеличение дивидендов негативно влияет на стоимость акций и снижает рыночную стоимость компании. Уменьшение дивидендов, напротив, увеличивает её стоимость. «Нейтральные» новости никак не влияют на стоимость компаний.

Данные результаты соотносятся с теорией иррелевантности дивидендов Модильяни и Миллера, согласно которой компании в первую очередь отдают предпочтение реализации инвестиционных проектов. Выплата дивидендов свидетельствует об отсутствии таких проектов. Инвесторы понимают, что компания не принесёт им будущую прибыль 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 свидетельство ее стабильности и инвестиционной привлекательности. То есть активы роста компании оказываются для инвесторов более значимыми, чем уже размещенные активы.

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, что свидетельствует о вступлении этих отраслей в фазу зрелости. Акционеры этих компаний предпочитают доходы в виде дивидендов, стремясь снизить свои риски от инвестирования на медленно растущих рынках. Акции компаний, функционирующих в химической промышленности и добывающих полезные ископаемые (кроме топливно-энергетических), демонстрируют ярко выраженную негативную реакцию на «хорошие» новости. Эти отрасли демонстрируют быстрый рост, и компании имеют множество возможностей для развития и реализации инвестиционных проектов, а инвесторы предпочитают будущие доходы текущим.

Полученные в данной работе результаты имеют ценность как для компаний, так и для инвесторов. Рыночная стоимость рассматривается как показатель эффективности принимаемых компанией решений и инструментов управления. Зная, как рынок может отреагировать на новость об изменении размера дивидендных выплат, компания может регулировать свою рыночную стоимость. Инвесторы и другие участники рынка, зная результаты данного исследования, могут делать выводы о том, когда им выгоднее приобретать или продавать акции.

При принятии решения о выплате дивидендов менеджменту компаний следует учитывать факторы, влияющие на размер дивидендных выплат, такие как инвестиционные возможности компании, финансовые ограничения, рентабельность, уровень долга, отношение рыночной стоимости к балансовой и другие показатели.

**Литература**

Березинец И. В., Булатова Л. А., Ильина Ю. Б. Влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций: исследование публичных компаний развивающегося рынка Индии // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия “Менеджмент”. 2013. №4.

Григориади Е.Е., Ивашковская И.В., Шамраева С.А. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // Экономический журнал ВШЭ. 2009. №3. с. 360-382

Григорьева С.А., Ивашковская И.В. и др. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала). — М. : ИНФРА-М, 2012.

Лукасевич И.Я. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ // Управление корпоративными финансами. 2007. №4. С. 228-241.

Окулов В.Л. Исследование эффективности российского рынка акций: реакция рынка на публикацию прогнозов аналитиков // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент. 2010. С. 3-22.

Промышленное производство. Обновлено 03 марта 2014 г. / Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/# (дата обращения 28 июля 2014 г.)

Структура акционеров российского рынка // Официальный сайт Радио ЭХО Москвы. URL: http://echo.msk.ru/blog/echomsk/1286410-echo/ (дата обращения: 25.04.2014).

Студников С.С. Эмпирические и теоретические аспекты учёта событийного риска при оценке стоимости компании // Вестник Московского университета. 2013. С. 1-96

Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ. 2008. №2. С. 1-15.

Теплова Т.В. Корпоративные финансы: учебник для бакалавров. – М.: Издательство Юрайт, 2013.

Чиркова Е.В., Чувствина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(19). С. 30-43.

Aharony J, Swary I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders’ returns: an empirical analysis // Journal of Finance. 1980. №35. P. 1-12.

Aivazian V, Booth L. Do emerging markets follow different dividend policies from US firms // Journal of Financial Research. 2003. V 26. № 3. P. 371-387.

Altiok-Yilmaz A., Akben-Selcuk *E.* Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange// International Business Research. 2010. Vol. 3. N 3. P. 126-132.

Amihud Y, Murgia M. Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany // Journal of Finance. 1997. № 52(1). P. 397-408

Apple имеет право ограничиться минимальной информацией о болезни Джобса – эксперты //Вестник системы раскрытия. 2011. № 19. С. 12. URL: [www.e-disclosure.ru/PortalContent/InfoMaterial/130](http://www.e-disclosure.ru/PortalContent/InfoMaterial/130) (дата обращения 21 июня 2014 г.)

Ball R., Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers //Journal of accounting research. 1968. №6. P. 159-178.

Boehmer E. Event-study methodology under conditions of event-induced variance // Journal of Financial Economics. 1991. V. 30. №2. P. 253-272.

Booth J.R, Smith R.L. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis // Journal of Financial Economics. 1986. №15. P. 262-281

Brown S., Warner J. Using daily stock returns: the case of event studies // Journal of Financial Economics. 1985. №14. P. 3–31.

Dolley J.C. Characteristics and Procedures of Common Stock Split-Ups //Harvard Business Review. 1933. P. 316-326.

Fama E. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance // Journal of Financial Economics. 1998. № 49. P. 283-306.

Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. The adjustment of stock prices to new information //International economic review– 1969. –№10. – P. 1-21

Grullon G, Roni M, Bhaskaran S. Are dividend changes a sign of firm maturity? // Journal of Business. 2002. V. 75. №3

Healy P, Palepu K. Earnings information conveyed by dividend initiations and omission // Journal of Financial Economics. 1988. №21. P. 149-176.

Karim M. Announcement Effect of Dividend on the Stock Price of Enlisted Companies in Developed Countries: A Comparative Study between London Stock Exchange & New York Stock Exchange. // 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=1624363.

Kolari J. Event Study Testing with Cross-sectional Correlation of Abnormal Returns // Review of Financial Studies. 2010. V. 23. №11. P. 3996-4025.

Kothari S. P. Capital market researches in accounting // Journal of Accounting and Economics. 2001. №31. P. 105-231.

Kothari S. P., Warner J. B. The Econometrics of Event Studies // Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. 2007. №1. P. 3-48.

MacKinlay A.C. Event Studies in Economics and Finance // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35. P. 13-39.

Michaely R, Thaler R, Womack K. Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift? // Journal of Finance. 1995. №50 (2). P. 573-608

Miller M, Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares // Journal of Business. 1961. Vol. 34. P. 411—433.

Miller M.H., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information //Journal of Finance. 1985. № 40 (4). Р. 1031-1045.

Patell J. Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test // Journal of Accounting Research. 1976. V. 14. №2. P. 246-276

Peterson P.P. Event Studies: A review of issues and methodology //Quarterly Journal of Business and Economic. 1989. No. 3. P. 36-66.

Pettit R.R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency // The Journal of Finance. 1972. № 27 (5). P.993-1007.

Rogova E. DuPont analysis of the efficiency and investment appeal of russian oil-extracting companies. In: Proceedings of the 8th International Scientific Conference “Business and Management 2014”. May 15–16, 2014, Vilnius. URL: <http://www.bm.vgtu.lt>. ISSN print 2029-4441 / ISSN online 2029-929X. ISBN print 978-609-457-650-8 / ISBN online 978-609-457-649-2. Article number: bm.2014.021. <http://dx.doi.org/10.3846/bm.2014.021>. Vilnius Gediminas Technical University, 2014.

Sorensen J., Arveschoug T. The informational content of dividend changes – empirical evidence from a small stock exchange (Copenhagen Stock Exchange) // Aarhus School of Business. 2004. P.2-94.

Vieira E. Firm-Specific Factors and the Market Reaction to Dividend Change Announcements: Evidence from Europe // Marmara Journal of European Studies. 2011. Vol. 19. N 1. P. 1-25

Woolridge J, Ghosh C. Dividend cuts: do they always signal bad news? // Corporate Finance Journal. 1985. №3. P. 20-32.

Приложение 1

**Значения доходностей для компаний**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Название компании** | **Тип новости** | **Дата события** | **Ri** | **Rm** | **α** | **Β** | **E(Ri)** |
| Acron | G | 17.06.2009 | -0,085 | -0,055 | 0,005 | 0,816 | -0,040 |
| Acron | G | 25.11.2011 | -0,002 | 0,013 | 0,002 | 0,962 | 0,015 |
| Aeroflot | B | 07.05.2009 | 0,009 | 0,026 | -0,006 | 0,270 | 0,001 |
| Ashinskiy Metallurgical Works | N | 21.05.2013 | 0,004 | 0,012 | -0,002 | 1,253 | 0,013 |
| Chelyabinsk Tube-Rolling Plant | N | 24.05.2013 | 0,005 | -0,012 | -0,002 | 0,899 | -0,013 |
| Chelyabinsk Zinc Plant | N | 16.05.2012 | 0,025 | -0,006 | -0,001 | 0,488 | -0,004 |
| Chelyabinsk Zinc Plant | N | 28.05.2013 | 0,012 | 0,011 | 0,003 | 0,200 | 0,005 |
| Chernogorneft | N | 24.05.2013 | 0,000 | -0,026 | 0,021 | 1,260 | -0,012 |
| Gazprom | B | 22.05.2009 | 0,024 | 0,019 | -0,001 | 1,045 | 0,019 |
| Gazprom | G | 08.10.2010 | 0,005 | -0,002 | 0,000 | 1,085 | -0,003 |
| Izhstal | N | 25.04.2013 | 0,020 | -0,062 | 0,012 | -0,697 | 0,056 |
| KamAZ | N | 25.05.2012 | 0,013 | 0,001 | 0,002 | 0,579 | 0,003 |
| Korshyn mining | N | 21.05.2013 | 0,073 | 0,024 | -0,001 | 0,123 | 0,002 |
| Kuibyshev Azot | G | 03.04.2013 | 0,043 | 0,001 | 0,002 | -0,092 | 0,002 |
| Kuibyshev Azot | N | 01.11.2012 | -0,013 | 0,008 | 0,002 | -0,067 | 0,002 |
| Kuibyshev Azot | N | 13.08.2013 | 0,000 | 0,018 | 0,003 | -0,463 | -0,005 |
| Kuzbass Topliv | G | 19.03.2012 | -0,030 | -0,001 | -0,001 | 0,369 | -0,002 |
| Lenzoloto | G | 21.08.2012 | 0,002 | 0,010 | 0,001 | 0,311 | 0,004 |
| Lenzoloto | G | 10.09.2013 | -0,003 | 0,001 | 0,000 | 0,173 | 0,001 |
| LUKOIL | B | 09.08.2013 | 0,010 | 0,015 | 0,000 | 0,816 | 0,012 |
| M VIDEO COMPANY | G | 24.06.2010 | 0,032 | -0,011 | 0,003 | 0,453 | -0,002 |
| M VIDEO COMPANY | G | 14.03.2011 | -0,018 | 0,004 | 0,003 | 0,216 | 0,003 |
| Magnit | B | 24.06.2011 | -0,001 | 0,016 | 0,000 | 0,519 | 0,008 |
| Magnit | G | 22.08.2013 | 0,012 | 0,013 | 0,004 | 0,945 | 0,016 |
| Magnit | B | 25.12.2013 | -0,005 | -0,005 | 0,001 | 0,921 | -0,003 |
| Magnit | G | 29.05.2012 | -0,013 | 0,024 | 0,002 | 0,753 | 0,020 |
| Mechel | G | 12.01.2011 | 0,022 | 0,027 | 0,001 | 1,467 | 0,039 |
| Megafon | B | 27.08.2013 | -0,004 | -0,011 | 0,003 | 0,780 | -0,005 |
| Мagnitogorsk Iron | B | 25.05.2012 | -0,002 | 0,001 | -0,001 | 1,060 | 0,000 |
| MTS | B | 31.12.2010 | 0,007 | 0,006 | 0,000 | 0,315 | 0,002 |
| MTS | B | 29.08.2011 | 0,015 | 0,037 | 0,000 | 0,707 | 0,026 |
| MTS | G | 13.04.2012 | 0,029 | 0,001 | 0,001 | 0,711 | 0,002 |
| MTS | N | 24.08.2012 | 0,010 | 0,003 | 0,001 | 0,745 | 0,004 |
| MTS | B | 02.12.2013 | -0,003 | -0,004 | 0,001 | 0,900 | -0,002 |

Продолжение приложения 1

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Nizhnekamsk-neftehim | G | 26.03.2013 | -0,015 | -0,006 | 0,000 | 0,274 | -0,002 |
| Norilsk Nickel | G | 28.05.2010 | 0,024 | 0,002 | 0,002 | 1,196 | 0,005 |
| Norilsk Nickel | G | 24.05.2013 | -0,008 | -0,012 | 0,000 | 1,193 | -0,015 |
| Norilsk Nickel | B | 18.05.2011 | 0,014 | 0,011 | 0,001 | 1,088 | 0,014 |
| Novatek | G | 20.10.2011 | 0,002 | -0,001 | 0,003 | 1,135 | 0,001 |
| Novolipetsk Steel | G | 11.04.2011 | -0,002 | -0,005 | -0,001 | 01,01,3533 | -0,009 |
| OGK-2 | G | 29.04.2011 | -0,020 | -0,004 | -0,001 | 0,682 | -0,004 |
| Belon | N | 05.05.2011 | -0,030 | -0,008 | -0,003 | 0,628 | -0,008 |
| PhosAgro | B | 13.08.2012 | -0,015 | 0,005 | -0,004 | 0,771 | 0,000 |
| Polyus Gold | G | 19.04.2011 | 0,024 | 0,024 | 0,000 | 0,572 | 0,014 |
| Polyus Gold | G | 11.11.2011 | -0,007 | -0,003 | 0,000 | 0,004 | 0,000 |
| Protek | G | 25.11.2013 | -0,051 | -0,001 | 0,000 | 0,448 | 0,000 |
| Rosneft | G | 30.04.2012 | 0,007 | 0,003 | 0,000 | 0,981 | 0,003 |
| Rostelecom | B | 12.11.2010 | 0,019 | -0,005 | 0,001 | 0,753 | -0,002 |
| Rostelecom | B | 17.05.2011 | -0,071 | -0,009 | 0,001 | 0,750 | -0,006 |
| Rostelecom | G | 24.04.2012 | -0,006 | -0,007 | -0,001 | 0,582 | -0,005 |
| RusHydro | B | 18.05.2010 | 0,026 | 0,004 | 0,003 | 0,957 | 0,006 |
| RusHydro | G | 02.08.2012 | 0,024 | -0,011 | -0,002 | 1,220 | -0,015 |
| RusHydro | G | 01.08.2013 | 0,012 | 0,015 | -0,001 | 1,471 | 0,021 |
| Sberbank | G | 16.09.2011 | 0,007 | -0,009 | 0,000 | 1,177 | -0,011 |
| Seligdar | G | 30.04.2013 | 0,171 | 0,017 | -0,003 | 0,534 | 0,006 |
| Seligdar | G | 28.06.2012 | 0,043 | 0,016 | 0,001 | 0,823 | 0,014 |
| Severstal | G | 12.11.2010 | 0,006 | -0,005 | 0,000 | 1,435 | -0,007 |
| Severstal | G | 25.08.2011 | -0,004 | -0,013 | 0,001 | 1,310 | -0,017 |
| Severstal | B | 07.12.2011 | -0,002 | -0,007 | 0,001 | 1,407 | -0,009 |
| Severstal | G | 17.04.2012 | -0,003 | 0,000 | 0,000 | 1,054 | 0,000 |
| Severstal | B | 29.08.2012 | -0,022 | -0,008 | 0,000 | 1,255 | -0,009 |
| Severstal | G | 14.11.2012 | -0,017 | -0,003 | 0,000 | 1,490 | -0,005 |
| Severstal | B | 01.03.2013 | -0,011 | -0,007 | -0,001 | 1,483 | -0,011 |
| Severstal | G | 18.10.2013 | 0,002 | 0,016 | 0,000 | 1,473 | 0,024 |
| Sollers | G | 28.08.2008 | 0,024 | 0,048 | -0,001 | 0,222 | 0,010 |
| JSFC Sistema | B | 04.05.2009 | 0,165 | 0,041 | -0,001 | 0,841 | 0,033 |
| JSFC Sistema | G | 25.04.2012 | -0,006 | 0,003 | 0,001 | 0,913 | 0,004 |
| JSFC Sistema | G | 23.04.2013 | 0,002 | 0,002 | 0,001 | 0,543 | 0,002 |
| Yaroslavneft pref | N | 23.05.2012 | -0,111 | -0,026 | 0,004 | 0,794 | -0,017 |
| Yaroslavneft | N | 04.06.2013 | 0,000 | 0,002 | -0,002 | 0,856 | 0,000 |
| Southern Kuzbass | G | 31.05.2013 | -0,017 | -0,013 | -0,003 | 0,229 | -0,006 |
| Surgutneftegas | B | 06.09.2010 | -0,004 | -0,001 | 0,001 | 0,934 | 0,000 |
| Surgutneftegas | B | 04.06.2013 | 0,007 | 0,002 | 0,000 | 1,094 | 0,003 |
| Surgutneftegas | G | 24.05.2012 | 0,037 | 0,013 | 0,000 | 01,01,3064 | 0,017 |
| Tatneft | G | 04.04.2012 | -0,021 | -0,020 | 0,002 | 1,102 | -0,019 |

Продолжение приложения 1

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| TMK | B | 25.09.2013 | -0,007 | 0,008 | 0,000 | 0,711 | 0,006 |
| Transaero Air | G | 25.05.2013 | 0,000 | -0,012 | 0,000 | 0,011 | -0,001 |
| Transneft Corp | G | 11.04.2013 | -0,017 | -0,018 | 0,001 | 0,810 | -0,013 |
| Rusal | B | 05.07.2011 | 0,013 | 0,002 | -0,002 | 0,429 | -0,001 |
| Uralkaliy | B | 26.10.2011 | 0,049 | 0,026 | 0,002 | 0,979 | 0,028 |
| Uralkaliy | B | 08.06.2012 | 0,006 | 0,002 | 0,001 | 0,605 | 0,002 |
| Uralkaliy | B | 05.06.2013 | 0,001 | -0,011 | 0,000 | 0,402 | -0,004 |
| Uralkaliy | B | 25.10.2013 | 0,006 | 0,002 | -0,003 | 0,762 | -0,001 |
| Uralkaliy | G | 23.10.2012 | -0,013 | -0,011 | 0,001 | 0,619 | -0,006 |
| UTair | G | 01.06.2010 | -0,026 | -0,005 | 0,002 | 0,726 | -0,002 |
| UTair | B | 29.05.2009 | 0,003 | 0,045 | 0,005 | 0,520 | 0,028 |
| Vladimir Chemical | G | 25.01.2010 | 0,013 | 0,004 | 0,001 | 0,364 | 0,003 |
| Vladimir Chemical | B | 07.11.2012 | 0,053 | -0,020 | 0,002 | 0,815 | -0,014 |
| Vladimir Chemical | G | 15.08.2012 | 0,078 | -0,007 | -0,001 | 0,718 | -0,006 |
| Vladimir Chemical | B | 29.04.2013 | -0,001 | -0,007 | 0,002 | 1,079 | -0,006 |
| Vladimir Chemical | G | 09.09.2013 | 0,006 | 0,021 | -0,003 | 0,402 | 0,006 |
| VSMPO-AVISMA | G | 28.05.2012 | 0,072 | -0,004 | 0,003 | 0,873 | -0,001 |
| VSMPO-AVISMA | G | 10.06.2013 | 0,034 | -0,009 | 0,006 | 0,829 | -0,002 |
| VTB Bank | G | 20.04.2010 | 0,000 | 0,027 | 0,015 | 0,481 | 0,028 |
| Yaroslavl Tyre | N | 21.05.2012 | 0,008 | 0,023 | 0,004 | 0,491 | 0,015 |
| Yaroslavl Tyre | N | 28.05.2013 | 0,069 | 0,011 | -0,004 | 0,210 | -0,001 |

Приложение 2

Кумулятивные усреднённые избыточные доходности для разных типов новостей

|  |  |
| --- | --- |
| День события | Тип новости |
| CAAR |
| "Хорошая" | "Нейтральная" | "Плохая" |
| -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 |

1. Промышленное производство. Обновлено 03 марта 2014 г. / Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/# (дата обращения 28 июля 2014 г.). [↑](#footnote-ref-1)