DOI: https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.72-92
JEL classification: G14, G30, G32, G35

CC BY 4.0

Анализ реакции фондового рынка на объявление о выплате дивидендов на примере российского рынка

Варвара Назарова ✉
кандидат экономических наук, доцент департамента финансов СПбШЭиМ, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург, Россия,nvarvara@list.ru, ORCID

Александра Исаева
преподаватель департамента финансов СПбШЭиМ, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург, Россия, avisaeva@edu.hse.ru, ORCID

Юлия Чуприна
консультант, Wone IT Consulting, Санкт-Петербург, Россия, yugchuprina@edu.hse.ru, ORCID

Аннотация

Влияние объявлений о выплате дивидендов на биржевую стоимость корпораций изучено в многочисленных исследованиях на материале разных стран. В них получены различные результаты, но именно по российскому рынку информации очень мало. Цель настоящей работы – показать влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций российских компаний. В статье используются исчерпывающие данные ММВБ за период с 2008 по 2021 г., охватывающий как экономический рост, так и экономический спад. Результаты исследования указывают на то, что влияние уменьшения, сохранения и увеличения размера дивидендов согласуется с сигнальной теорией. Отрасли имеют свои отличия: на рынке существуют довольно устойчивые и зрелые компании, которые не претерпевают существенных изменений (энергетика, нефтегазовая отрасль); акции компаний транспортной и иных отраслей (металлургия, промышленные и капитальные товары, горнодобывающая отрасль, химическая промышленность, розничная торговля, строительство, здравоохранение, производство продовольствия, напитков и табачных изделий, автомобили и запчасти, СМИ и развлечения) ведут себя по-другому. Анализ показал, что российский рынок в период стабильности и роста реагирует сильнее на плохие новости о выплате дивидендов, чем в кризисные периоды. Результаты свидетельствуют о том, что на российском рынке инвесторы реагируют сильнее на негативные изменения в дивидендах. На основании фактических данных, собранных за период с 2008 по 2021 г., исследование позволяет нам оценить влияние новостного фона, особенностей отрасли, в которой работает компания, внешних факторов, таких как экономические кризисы и пандемия COVID-19, на дивидендную политику российских компаний. В отличие от других исследований в настоящей работе проводится анализ влияния увеличения и уменьшения дивидендов на доход от акций при помощи не только событийного, но и регрессионного анализа. Данная статья является вкладом в немногочисленные работы, посвященные российскому рынку. Основные ограничения – это небольшое количество переменных при построении регрессионной модели и короткий период изучения. Работа описывает только российский рынок. Руководители компаний могут использовать полученные выводы для принятия оптимальных решений по дивидендной политике и ее улучшению.

Ключевые слова: сигнальная теория, объявление о выплате дивидендов, аномальная доходность, событийный анализ

Цитирование: Nazarova V., Isaeva A., Chuprina Y. (2023) Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Russian Market. *Journal of Corporate Finance Research.* 17(3): 72-92. https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.72-92

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Введение

В области корпоративных финансов и управления изучение того, каким образом рынки капитала воспринимают решение компании по распределению свободного денежного потока между инвестициями и выплатами дивидендов акционерам, является серьезным направлением. Ключевую роль решений по дивидендам в управлении бизнесом и поддержании высокого уровня будущих дивидендов впервые отметил Дж. Линтнер в своей работе 1956 г. [1]. Выплата дивидендов компанией является важным стратегическим решением, потому что реакция на него инвесторов, а, соответственно, и рынка может быть разной, что, безусловно, отразится на курсе акций. Другие исследователи также изучали данный вопрос, например М. Модильяни и Ф. Миллер [2], которые выявили условия, при которых цена акций не меняется в зависимости от решений касательно дивидендов.

Цель настоящей работы заключается в том, чтобы показать влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций российских компаний. Чтобы четко определить цель и ожидаемые результаты исследования, исключительно важно точно сформулировать его вопрос, затрагивающий рассматриваемую тему: каким образом изменение дивидендов влияет на доходность российских компаний на фондовом рынке? В дополнение к пониманию общего вектора влияния мы изучаем разницу между степенью и направлением влияния в кризисные и стабильные периоды экономики страны. Для достижения цели исследования в нем используются данные по российским компаниям из различных отраслей. Следует отметить, что предыдущие исследования проводились только по стабильным экономическим периодам или по кризисным периодам, без сравнительного анализа реакции рынка в различных экономических условиях. Таким образом, в настоящем исследовании мы пытаемся определить, не меняется ли влияние в периоды спада. Поэтому для изучения выбран период, охватывающий как стадии спада, так и роста экономики (2008–2021 гг.). Согласно данным по ВВП, инфляции и уровню безработицы рассматриваемый временной период разделен на две группы: группа периода роста и стабильности и группа кризисного периода. В первую группу вошли 2010–2012, 2016–2019 и 2021 гг., а во вторую – 2008–2009, 2013–2015 и 2020 гг. Кроме того, авторы стремились доказать, что российские инвесторы не расположены к риску. Поскольку некоторые исследования показывают, что отношение людей к прибыли менее выражено, чем отношение к потерям [3], логично предположить, что реакция рынка инвесторов будет сильнее при объявлении о выплате дивидендов. Курс акций будет зависеть от такой реакции.

Как отмечалось выше, активное изучение влияния новостей о выплате дивидендов, а также фактической выплате дивидендов на стоимость акций компаний началось в середине XX в. Однако в основном исследования проводились по развитым рынкам, например, в Соединенных Штатах Америки [4]. Что касается российского рынка, количество исследований невелико, среди них работы И.В. Березинец, Л.А. Булатовой, Ю.Б. Ильиной и др.[5], Е.М. Роговой и Ю.О. Бердниковой [6], а также Т.В. Тепловой [7]. Таким образом, изучению рынков развивающихся стран, в частности России, уделяется недостаточно внимания. Во-вторых, авторы получают разные результаты, что приводит к неоднозначным выводам. Например, при рассмотрении развитых рынков М. Карим [8] не смог подтвердить реакцию рынка на объявления о выплате дивидендов. Наоборот, другие исследования, такие как Д.-Г. Чен, Г.-Г. Лю и С.-Т. Хуанг [9], а также Ш. Танима и А. Юса [10], подтвердили сигнальную теорию, продемонстрировав, что рынок реагирует положительно на информацию об увеличении дивидендов и отрицательно – на информацию об их уменьшении. Некоторые исследователи смогли подтвердить частичное влияние [11; 12].

Это говорит о том, что данная тема заслуживает внимания и изучения, и это может привести к неожиданным и интересным выводам. Вышеупомянутые исследования российского рынка также не охватывают недавние события, ставшие причиной неопределенности на рынке, а именно пандемию COVID-19. Изучение данного периода позволит понять изменения в поведении инвесторов в период времени между кризисами. Задача настоящего исследования – добиться лучшего понимания влияния объявлений о выплате дивидендов на развивающийся российский рынок. Для этого мы используем самые свежие данные по компаниям, учитываем воздействие пандемии COVID-19 и сравниваем результаты в разных экономических ситуациях. Целью исследования является поиск новой точки зрения на корреляцию между изменением дивидендов и курсом акций на примере России. Вместе с тем, для понимания отношения российских инвесторов к риску касательно дивидендов в данном исследовании используется не только событийный анализ, но также регрессия панельная данных, собранных по котировкам российского рынка.В статье мы стремимся показать, что российские инвесторы не расположены к риску, это подтверждает и цена акций.

Статья включает два раздела. Первый раздел – обзор литературы, который затрагивает как теоретические основы, так и практические рекомендации, составляющие основу настоящей работы, помогают выбрать определенные данные и методологию, а затем позволяют сравнить полученные результаты. Второй раздел – эмпирический, в которомпредположения о связи между изменением дивидендов и доходностью акций компаний на российском рынке проверяются на практике при помощи методологии исследования событий. В данном разделе подробно описаны данные, методологии, использованные модели и результаты. Далее представлены ограничения исследования, обсуждение результатов и заключение.

Эмпирическое исследование реакции рынка на изменение дивидендов

Рассматривая эмпирические исследования по корреляции между выплатой дивидендов и курсом акций, важно отметить новаторскую работу Дж. Линтнера [1]. Он собрал и проанализировал данные, полученные от руководителей 28 компаний, изучив детерминанты дивидендной политики и их влияние на стоимость компании. Результаты показали существенную взаимосвязь между этими двумя переменными, что позднее подтвердил М. Гордон [13]. Его исследование показало, что выплата дивидендов оказывает положительное влияние на цену акций и может снизить риск колебания цен.

Результаты более современных эмпирических исследований влияния объявления о выплате дивидендов на цену акций разные. Некоторые исследования выявили поло-

жительное влияние на курс акций [14; 15]. Этот результат объясняется теорией предпочтительности дивидендов или теорией «синица в руках», которая заключается в предпочтении текущего потребления вместо обещаний будущих доходов; т.е. инвесторы считают дивиденды более надежным доходом, чем ожидание будущего роста компании и больших доходов в будущем. Другие исследователи пришли к выводу об отрицательном влиянии [16; 17]. Авторы исследований объяснили полученный результат отсутствием долгосрочного роста (влияние сигнала) и воздействием налогов. К тому же нередки выводы, что выплата дивидендов не оказывает существенного воздействия на динамику курса акции [18–20]. По мнению исследователей, дивиденды отражают прошлые финансовые результаты компании, а не ожидание будущего роста или ухудшения ее состояния. Некоторые авторы утверждали, что курс акций растет до объявления о выплате дивидендов независимо от размера дивидендов, но когда дивиденды уже выплачены, курс акций должен снизиться [11; 15] (Таблица 1).

Таблица 1. Краткий обзор результатов исследования влияния изменений в размере дивидендов на цену акций

Авторы	Влияние	Комментарии
К. Като и У. Левенштейн, [14]; Г. Бейкер с соавт. [15]	Положительное влияние	Данный результат можно объяснить теорией предпочтительности дивидендов или широко известной теорией «синица в руках». Согласно данному принципу, инвесторы воспринимают дивиденды как более надежный источник дохода по сравнению с ожиданием будущего роста компании и потенциальных высоких доходов
А. Рейн [16]; М. Уддин и Дж. Чоудхури [17]	Отрицательное влияние	Авторы объяснили данный результат отсутствием долгосрочного роста (сигнальный эффект) и налоговым эффектом
У. Адесола и А. Оквонг [18]; Ф. Линг с соавт. [19]	Отсутствие влияния	По мнению исследователей, дивиденды отражают прошлые финансовые результаты компании, а не ожидание будущего роста или ухудшения ее состояния
Дж. Груллон, Р. Микаэли и Б. Сваминатан [4]; Ш. Махмуд, М. Шейх и А. Гаффари [21]; С. Хэм с соавт. [22]	Влияние связано с сигналами	В развитых странах, когда компании увеличивают дивиденды, обычно происходит незначительное увеличение курса акций, а когда уменьшают – соответственно, курс акций снижается. Это справедливо и для развивающихся стран
Х. Зугуанг и М. Ахмед [23]; Ш. Таним и А. Юс[10], Г. Али[24]	Частичное влияние, связанное с сигналами	В развивающихся странах соответствие результатов сигнальной теории может быть связано только с положительными новостями (о росте дивидендов)
Н. Аттиг с соавт. [25]	Существенное влияние неопределенности на выплату дивидендов	Дивидендная политика компаний корректируется в зависимости от экономической ситуации
Н. Пракаш и Л. Иокеш [26]; Г. Али [24]; М. Мазур, М. Данг и Т. Во [27]	Более серьезное влияние в кризисный период	Реакция рынка на объявление о выплате дивидендов во время пандемии COVID-19 положительная и более сильная, чем в предыдущие годы. Различия в реакции в кризисный период зависят от отрасли компании

Эмпирическое исследование реакции российского рынка на изменение дивидендов

Проведено эмпирическое исследование реакции российского рынка на изменение дивидендов. Важно обратить внимание на выводы и работы в данной области, посвященные именно российскому рынку, поскольку настоящее исследование изучает российские компании.

Т.В. Теплова [7] в своем исследовании проверяла реакцию рынка на объявления о выплате дивидендов по акциям российских компаний, которые торговались на РТС, Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах в 1999–2006 гг. Результат анализа данных показал, что и российский, и зарубежные рынки реагировали отрицательно на хорошие новости (об увеличении дивидендов). Этот вывод был частично подтвержден в исследовании Е.М. Роговой и Ю.О. Бердникова [6], которое проводилось уже на более современных данных (2009–2013 гг.). В изучаемый период увеличение дивидендов влекло за собой отрицательную аномальную доходность. В то же время была выявлена положительная реакция на объявление с плохими новостями (об уменьшении дивидендов). Авторы также отметили, что отрицательная реакция наблюдалась в таких отраслях, как нефтегазовая, металлургия, горнодобывающая, и наиболее значимой она была в химической отрасли.

Кроме того, стоит отметить работу И.В. Березинец, Л.А. Булатовой ссоавт. [28], в которой рассматривали послекризисный период (2010–2012 гг.). Реакция рынка на хорошие новости совпадала с результатами вышеупомянутых работ, однако на плохие новости рынок реагировал в соответствии с сигнальной теорией. Авторы пришли к выводу, что реакция на плохие новости была более существенной,

чем на хорошие. Они отметили, что имело место распространение инсайдерской информации, поскольку реакция рынка наблюдалась за несколько дней до объявления дивидендов. И.В. Березинец,Ю.Б. Ильина с соавт. [5] объяснили отрицательную реакцию на новости об увеличении дивидендов особенностями рассматриваемого периода, потому что это были послекризисные годы, ознаменовавшиеся быстрым экономическим ростом. Г.Р. Тураев [29] провел похожее исследование, но рассматривал период с 2010 по 2014 г. Он получил похожие результаты по группам увеличения и уменьшения дивидендов. Он также рассматривал группу, в которую входили компании, которые не изменяли дивиденды по сравнению с предыдущим годом. Автор сделал вывод, что для таких наблюдений нет существенной реакции, и исследование подтверждает сигнальную теорию (Таблица 2).

Таблица 2. Краткий обзор полученных результатов по влиянию изменений в размере дивидендов на цену акций российских компаний

Авторы	Влияние	Комментарии
Е.М. Рогова и Г.О. Бердников [6]; Т.В. Теплова[7]	Эффект, обратный сигнальной теории	Увеличение дивидендов является сигналом сокращения инвестиционных возможностей компании, что ведет к снижению ее стоимости
И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина с соавт. [5]; И.В. Березинец, Л.А. Буланова с соавт.[28]	Частичный эффект согласно сигналам	Реакция отрицательная на оба вида событий (увеличение и уменьшение дивидендов), но она более существенна в случае «плохих» новостей. Имело место влияние распространения инсайдерской информации, что подтверждается возникновением реакции до самого события
Г.Р. Тураев [29]		Отрицательная реакция рынка как на рост дивидендов, так и на их уменьшение, отсутствие реакции в случае неизмененных дивидендов

Методология и результаты исследования

Гипотезы

Исследование изучает реакцию рынка, используемую для расчета показателя аномальной доходности по акциям компаний. Обзор литературы показал, что, несмотря на различия в результатах исследователей, в большинстве работ, посвященных этой теме, сделан вывод о полном или частичном соответствии сигнальной теории [10; 12; 21; 23; 27; 29]. Согласно сигнальной теории о дивидендах, более крупные дивиденды можно считать положительным сигналом для рынка, более низкие дивиденды влекут отрицательную реакцию рынка, а если размер дивидендов совпадает с ожиданиями, реакции рынка наблюдаться не должно. Поэтому согласно сигнальной теории и таким работам, как исследования Г.Р. Тураева [29], Ш. Танима и А. Юса [10], в которых выдвинуты аналогичные гипотезы, мы разработали три основных предположения.

H1: Объявление об увеличенных дивидендах в среднем вызывает положительную реакцию рынка, а объявление об уменьшенных дивидендах в среднем вызывает отрицательную реакцию рынка.

H2: Объявление о неизмененных дивидендах в среднем не оказывает существенного влияния на рынок.

В некоторых исследованиях подчеркивается влияние дивидендов на рынок как в общем смысле, так и с учетом отдельных отраслей, в которых работают компании. Следует отметить исследование Е.М. Роговой и Г.О. Бердникова [6], которое выявило, что дивиденды в топливно-энергетической отрасли и металлургии не оказывают существенного влияния на котировки акций, в отличие от других отраслей. Данная информация позволяет выдвинуть следующую гипотезу.

H3: Различные отрасли реагируют по-разному на объявление об изменении в размере дивидендов.

Было проведено несколько исследований, которые уделяли особое внимание экономическому состоянию страны в рассматриваемый период. В некоторых работах также учитывалась пандемия COVID-19. Согласно результатам, полученным Дж. Абреу и М. Гуламхуссеном [30], а также Н. Аттигом с соавт. [25], реакция рынка и дивидендная политика компаний могут меняться в зависимости от состояния экономики. Н. Пракаш и Л. Иокеш [26] показали более сильную реакцию на положительные изменения дивидендов и на отрицательные изменения в размере дивидендов. В связи с этим ниже представлены утверждения, касающиеся кризисных периодов, периодов роста в целом и отдельно периода пандемии COVID-19.

H4: В кризисные периоды, в особенности во время пандемии COVID-19, влияние как положительных, так и отрицательных новостей сильнее, чем в другие периоды.

Я. Янг с соавт. [3] отмечает, что люди в целом более чувствительны к потерям, чем к прибыли. В своем исследовании они сравнили соотношение между реакцией людей на потери и на прибыль и обнаружили, что субъективное влияние потерь примерно в два раза превышает влияние прибыли. На основании вышесказанного выдвинута следующая гипотеза.

H5: Отрицательное влияние объявления об уменьшении дивидендов на цену акций сильнее положительного влияния объявления об увеличении дивидендов.

Методология и данные, собранные и проанализированные для проверки сделанных предположений, описаны ниже.

Методология

Базовой или фундаментальной работой для данной статьи является исследование Р. Болла и П. Брауна [31], в котором объявление финансовых результатов компаний исполь-

зовано в качестве события, а капитализация – в качестве зависимой переменной. В роли событий могут выступать различные события, такие как новости касательно финансовой отчетности, изменения в управлении, слияния и поглощения и т.д. Однако объявления о выплате дивидендов также часто представляют интерес, их довольно часто изучают [8; 32], и они также обсуждаются в данной работе. Если рассматривать работы, представляющие интерес с точки зрения сути методологии, можно обратить внимание на исследование А. МакКинлея [33], которое предлагает пятиэтапный алгоритм и является образцом для подобных исследований. Поэтому настоящее исследование также основано на нем. Анализ данных методом событийного анализа включает несколько этапов, которые будут описаны ниже

Разделение событий на группы. Чтобы применить метод событийного анализа данные предварительно разбивают на три группы событий: «плохие», «нейтральные» и «хорошие». Из-за кардинальных изменений в размере дивидендов увеличение или уменьшение менее, чем на 5%, не считается существенным. Результаты проверяют по различным предельным величинам классификации. Поэтому согласно подходу, примененному в работе С. Андреса с соавт. [34], события разбиты на три категории в зависимости от показателя неожиданности дивидендов с предельным значением в 5%. Этот вариант расширяет группу «нейтральных» событий и позволяет использовать ее в анализе. К «плохим» событиям относятся новости, которые приводят к уменьшению дивидендов на 5% и более по сравнению с первоначальными предположениями. И наоборот, «хорошие» события обозначают новости о повышении дивидендов на 5% и более по сравнению с первоначальными предположениями. В группу «нейтральных» событий входят новости, которые не повлияли на размер дивидендов по сравнению с ожиданиями либо которые повлекли увеличение или уменьшение в пределах 5%.

Разбиение на группы осуществляется в зависимости от того, как изменился размер дивидендов по сравнению с ожидаемым. В данной статье применяется наивная модель, которая предполагает, что размер ожидаемых дивидендов равен размеру дивидендов за прошлый год, т.е.

$$Expected\ dividends_{naive,t} = Dividends_{t-1}, \quad (1)$$

где t – рассматриваемый год, а t–1 – год, предшествующий году t.

Определение события и выбор окна событий и оценки. В настоящей работе событие, которое потенциально оказывает влияние на изменение доходности акций компаний, – это ежегодное объявление российскими компаниями о выплате дивидендов с 2008 по 2021 г. Объявление о выплате дивидендов датируется днем собрания совета директоров. Именно в этот день рынку впервые предоставляется информация о размере дивидендов и дате их возможной выплаты. Именно в этот день участники рынка узнают, какие дивиденды они могут получить, не уменьшились ли дивиденды по сравнению с предыдущим годом, остались ли они на прежнем уровне или увеличились. У них формируется отношение к данным новостям, и их последующее поведение может повлечь изменение курса акций компаний. Этот день важен для компаний, потому что он может повлиять на их стоимость.

Окно событий –это временной промежуток для наблюдения за курсом акций. Выбор продолжительности окна событий зависит от масштаба влияния события, а именно от того, является оно длительным или кратковременным фактором влияния. Объявления о выплате дивидендов можно отнести к группе событий с потенциально краткосрочным влиянием. Обычно для таких событий используют временной промежуток от 3 [34] до 21 дня [7]. В данной статье, как и в работах Е.М. Роговой и Г.О. Бердниковой [6], а также И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28], используется окно событий длительностью 11 дней, поскольку его можно считать оптимальным, чтобы отразить влияние события и не охватить нежелательный шум, не связанный с событием. Таким образом, объявление о событии происходит в нулевой временной промежуток ($t_0 = 0$), а t_1 и t_2 (границы окна события) равны –5 и 5, соответственно.

Окно оценки – это временной промежуток для оценивания параметров модели, которое не накладывается на окно событий. Обзор исследований по данной теме говорит о том, что в качестве окна оценки выбирают окно длительностью от 100 до 300 дней.

Расчет фактической и нормальной доходности. Для определения фактической доходности акций используется следующая формула ($R_{i,t}$):

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right), \quad (2)$$

где $P_{i,t}$ – цена акции компании i в день t окна событий; $P_{i,t-1}$ – цена акции компании i в день t–1 окна событий. Ежедневные котировки, а именно цена закрытия, используются для оценки дохода.

Термин «нормальная доходность» означает ожидаемую доходность, которую принесли бы акции компании при отсутствии чрезвычайных событий. Чтобы оценить «нормальную доходность», обычно используется рыночная модель, которая предполагает линейную корреляцию между доходностью рынка и доходностью акции организации. Рыночная модель представлена следующим уравнением:

$$E\left(R_{i,t}\right) = \alpha_i + \beta_i \bullet R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

где $E(R_{i,t})$ – ожидаемая доходность акций компании i в день t; α_i – свободный член компании i; β_i – коэффициент наклона компании i; $R_{m,t}$ – доходность по рыночному индексу в день t; $\varepsilon_{i,t}$ – значение случайной ошибки. Коэффициенты α_i и β_i оцениваются при помощи метода наименьших квадратов (МНК). В качестве рыночного индекса используется индекс Московской фондовой биржи за соответствующий период. Доходность по нему рассчитана таким же образом, как для акций компаний.

Расчет аномальной доходности *(AR)* за каждый день окна событий. *AR* определяется путем вычитания значения ожидаемой доходности из значения фактической доходности за период окна событий, что можно рассчитать по следующей формуле:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E\left(R_{i,t}\right) = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i \bullet R_{m,t}, \quad (4)$$

где $AR_{i,t}$ – аномальная доходность компании i в день t; $R_{i,t}$ – фактическая прибыльность компании i в день t; $E(R_{i,t})$ – нормальная (ожидаемая) доходность компании i в день t.

Расчет кумулятивной аномальной доходности (CAR), средней аномальной доходности (AAR) и кумулятивной средней аномальной доходности (CAAR). Во избежание учета случайных изменений доходности аномальная доходность накапливается в интервале, входящем в окно событий, и усредняется по всей выборке событий.

Кумулятивная аномальная доходность рассчитывается по следующей формуле:

$$CAR_i(t_1,t_2)=\sum_{t=t1}^{t_2} AR_{i,t}, \quad (5)$$

где $CAR_i(t_1,t_2)$ – кумулятивная аномальная доходность в течение окна событий; $AR_{i,t}$ – аномальная доходность компании i в день t;t_1 – нижняя граница окна событий (–5); t_2 – верхняя граница окна событий (5). Если получено положительное значение, можно сделать вывод, что рассматриваемое событие формирует стоимость компании, т.е. влияние положительное.

В настоящем исследовании используется не одно событие, а группа из N однородных событий. В этом случае аномальная доходность усредняется по всей выборке. Среднюю аномальную доходность (AAR) в день t рассчитывают следующим образом:

$$AAR_t=\frac{1}{N}\bullet\sum_{t=1}^{N} AR_{i,t}. \quad (6)$$

Значения по каждому событию также суммируются, т.е. средняя кумулятивная избыточная доходность ($CAAR$) рассчитывается как сумма средних избыточных доходностей в дни окна события:

$$CAAR(t_1,t_2)=\sum_{t=t1}^{t_2} AAR_t. \quad (7)$$

Значимость объявления о выплате дивидендов для рынка можно лучше понять, проанализировав показатели средней аномальной доходности и кумулятивной средней аномальной доходности. Поэтому необходимо определить, являются ли эти показатели статистически значимыми. Для этого в статье используется кросс-тест, который также применялся, например, в работах Г.Р. Тураева [29], С. Андреса с соавт. [34]. При проведении данного t-теста рассчитывается t-статистика для проверки следующих гипотез.

H0: $AAR(t_1; t_2) = 0$ или объявления о выплате дивидендов не приводят к аномальной доходности.

H1: $AAR(t_1;t_2) \neq 0$ или объявления о выплате дивидендов приводят к аномальной доходности.

Для расчета t-статистики используется следующая формула:

$$t_{AAR_t}=\sqrt{N}\frac{AAR_t}{\sigma_{AARt}}, \quad (8)$$

где N – количество событий;

AAR_t – средняя аномальная доходность;

$\sigma^2_{AAR_t}$ – стандартное отклонение по средней аномальной доходности, которое рассчитывается следующим образом:

$$\sigma^2_{AAR_t}=\frac{1}{N-1}\sum_{i=1}^{N}(AR_{i,t}-AAR_t)^2. \quad (9)$$

Для $CAAR$ статистика рассчитывается таким же образом, т.е. для проверки H0: $CAAR = 0$ t_{CAAR_t} получают следующим образом:

$$t_{CAAR_t}=\sqrt{N}\frac{CAAR_t}{\sigma_{CAARt}}, \quad (10)$$

где $\sigma^2_{CAAR_t}$ – ожидаемое отклонение для кумулятивной средней аномальной доходности по выборке:

$$\sigma^2_{CAAR_t}=\frac{1}{N-1}\sum_{i=1}^{N}(CAR_{i,t}-CAAR_t)^2. \quad (11)$$

Проверка нерасположенности инвесторов к риску на российском рынке. В нашей работе мы также хотим проверить гипотезу о нерасположенности инвесторов к риску. Мы предполагаем, что объявление об увеличении дивидендов приводит к определенному росту котировок акций (x) в процентах. В то же время объявление об уменьшении дивидендов влечет за собой более серьезное снижение котировок акций (y) в процентах из-за неприятия риска инвесторами. Таким образом, если компания неожиданно сообщает положительные новости о дивидендах, котировки ее акций растут на x%. Если же неожиданное объявление о дивидендах отрицательное, то цена акций компании снижается не на x%, а на y%. В этом случае $y > x$.

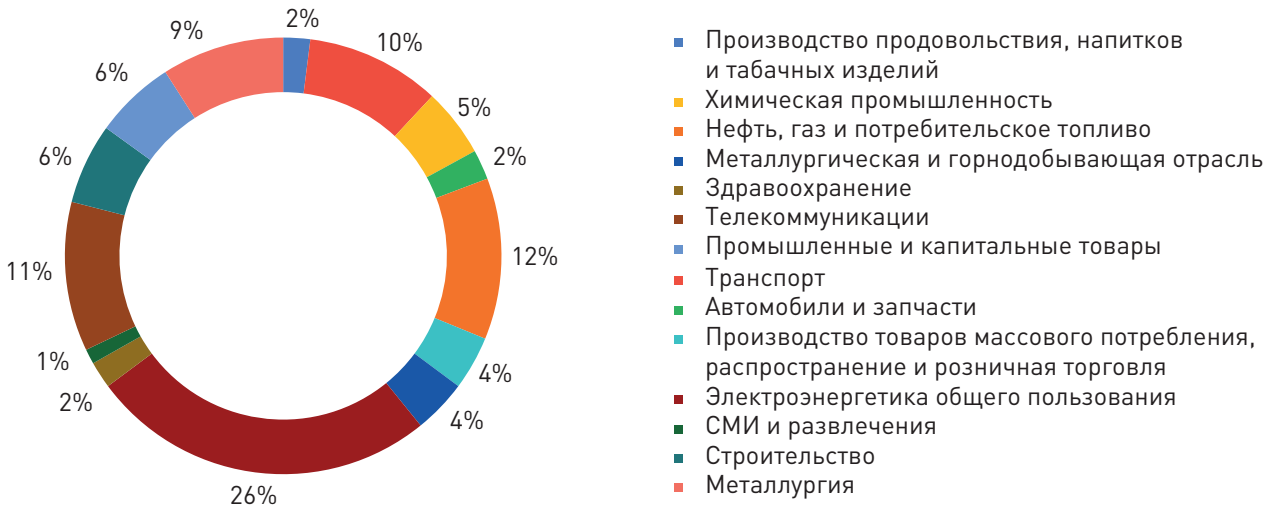
Данное предположение вытекает из того, что инвесторы по своей сути не склонны к риску. Логично предположить, что не склонные к риску инвесторы активно среагируют на отрицательную неожиданную новость о дивидендах, что приведет к значительному снижению курса акций.

Чтобы подтвердить гипотезу о том, что объявление о повышении дивидендов оказывает определенный положительный эффект на курс акций, а объявление об уменьшении дивидендов оказывает более сильное отрицательное влияние на курс акций из-за отношения инвесторов к риску, мы планируем использовать регрессионный анализ для расчета коэффициентов влияния положительных и отрицательных новостей на кумулятивную среднюю аномальную доходность. Таким образом, мы попытаемся подтвердить, что инвесторы на российском рынке не склонны к риску.

Данные

Исследование изучает российские фирмы, поэтому в выборку включены компании, торгующиеся на Московской фондовой бирже или на Московской и Санкт-Петербургской фондовых биржах и осуществляющие выплату дивидендов. Изначально в выборку входило 214 компаний. Это компании, выплачивавшие годовые дивиденды в 2008–2021 гг. Однако мы ввели несколько критериев отбора данных. Во-первых, в выборку не вошли компании, которые можно отнести к неликвидным, т.е. компании, которые не торговались на рынке более двух недель. В работе не выбран строгий критерий ликвидности, например, ежедневная торговля акциями [6], только самые крупные и известные компании чаще всего непрерывно торгуются на российском рынке. Данный подход позволяет отсеять компании с действительно нерегулярным характером торговли, но в то же время сохранить достаточное количество данных. Во-вторых, в российской практике компании часто выплачивают дивиденды по результатам квартала, из нераспределенной прибыли, внепланово и т.д. Для статьи в наборе данных оставили только дивиденды, выплаченные по итогам года (или годовые). Не учитывались также наблюдения, где в году, за который выплачивались дивиденды, имели место такие события, как консолидация или дробление акций [28]. В-третьих, исключены компании финансового сектора из-за особенностей, не характерных для реального сектора экономики. Вышеупомянутые объявления не учитывают другие значимые новости, которые могут повлиять на курс акций, такие как объявления о прибыли. После тщательного отбора данных в соответствии с определенными критериями наша окончательная выборка состоит из 66 компаний и 452 объявлений о выплате дивидендов. Стоит отметить, что в выборку входят различные секторы экономики, в ней представлены14 отраслей (Рисунок 1).

Рисунок 1. Распределение компаний из выборки по отраслям



Для исследования выбран период с 2008 по 2021 г., поскольку он охватывает период кризиса, восстановления и стабильности. В анализ включена информация о том, что в него входят кризисные или стабильные годы, что позволяет сделать выводы о наличии или отсутствии различий в реакции рынка на объявление о выплате дивидендов в разные периоды состояния экономики страны.

Для целей событийного анализа собраны данные, включающие наименование компаний, их соответствующие отрасли, дату объявления о выплате дивидендов и общую сумму дивидендов, выплаченных за рассматриваемые периоды. На основе данной информации каждое событие распределили в одну из трех групп: «плохие», «нейтральные» или «хорошие», исходя из сравнения фактических дивидендов с ожидаемыми или с дивидендами за предыдущий год. В результате анализа выявлены 154 события, отнесенных к категории «плохие», 86 событий, отнесенных к категории «нейтральные», и 212 событий, указывающих на увеличение размера дивидендов, которые относятся к категории «хорошие».

В статье также используются методы для панельных данных (модель с фиксированными эффектами), поэтому необходимо определить, какие переменные вошли в модель. Зависимой переменной является CAR(T), или кумулятивная аномальная доходность для окна событий T, которая равна 11, как указано в предыдущемразделе. Объясняющей переменной является изменение дивидендов, которое определяется как относительное изменение фактических дивидендов по сравнению с ожидаемыми дивидендами, т.е. рассчитывается по следующей формуле:

$$Dividend\ change = Dividend - Expected\ dividend, \quad (12)$$

где *Dividend*– размер дивидендов; *Expected Dividend* – размер дивидендов за предыдущий год.

Чтобы получить более точные результаты, в модель добавлены дополнительные переменные, представляющие результаты или параметры компании, такие как:

- согласно А. Амину с соавт. [35] размер компании можно измерить при помощи логарифма ее капитализации. Предполагается, что размер компании может не оказывать никакого влияния на CAR(T) либо оказывает отрицательное влияние. Это происходит потому, что обычно у крупных компаний более длительная история деятельности, лучше контроль и более ликвидные акции;
- прибыльность компании, которая выражается как ROA [35], с лагом в один год. Предполагается, что ROA оказывает положительное воздействие на CAR(T);
- возраст компании, который выражен как логарифм возраста компании, для контроля зрелости [35];
- Q Тобина – это показатель рыночной оценки, который измеряет рыночную цену акции в день объявления о выплате дивидендов относительно балансовой стоимости одной акции на конец предыдущего года [36]. Он используется для оценки ожиданий инвесторов в отношении роста компании и ее инвестиционных возможностей. Обычно ожидается, что данный показатель окажет отрицательное влияние на зависимую переменную. Это связано с тем, что реакция рынка на рост дивидендов сильнее для компаний с меньшими инвестиционными возможностями;
- отношение задолженности к собственному капиталу (D/E) – ключевой финансовый показатель, который рассчитывает отношение общей суммы задолженности компании к общей сумме ее собственного капитала на конец года, предшествующего изменению размера дивидендов [36]. Данное отношение дает представление о финансовом риске, которому подвергается компания. Более высокое отношение D/E подразумевает более серьезный финансовый риск, который снижает вероятность увеличения дивидендов. Как следствие, ожидается благоприятный исход, поскольку при более высоком D/E реакция рынка обычно сильнее;
- дамми переменная, отражающая состояния экономики, равная 1 для кризисного периода, и 0 – для периода восстановления или стабильности.

Результаты

Реакция российского рынка на изменения в дивидендах по всей выборке и для трех видов событий

В первую очередь были рассчитаны показатели средней аномальной доходности, кумулятивной средней аномальной доходности и соответствующая t-статистика по всей

выборке в целом. Результаты данного анализа приведены в Таблице 3. В целом существенное увеличение аномальной доходности на российском фондовом рынке наблюдается за 4 дня до объявления (при t = –4 AAR = 0.33%; существенно на 5%-ном уровне), в день объявления о размере дивидендов и через день после объявления (при t = 0 AAR = 0.39% и при t = 1 AAR = 0.21%; существенно на 10%-ном уровне). Значение CAAR показывает сходную реакцию рынка и к концу рассматриваемого окна событий оказывается равным 1.15%, что значимо на уровне 1%. Можно сделать вывод, что реакция рынка в целом положительная, поскольку AAR в районе события выше 0, а CAAR приобретает положительное значение к 5-му дню после объявления. Иными словами, когда компании раскрывают общественности информацию о размере дивидендов, рынок реагирует на эту новость мгновенно и положительно.

Таблица 3. AAR, CAAR, t-статистика по всей выборке

День окна события	AAR, %	t-значение (AAR)	CAAR	t-значение (CAAR)
–5	–0.02	–0.21	–0.02	–0.21
–4	0.33	2.49**	0.30	2.04**
–3	0.05	0.52	0.36	1.93*
–2	0.11	0.90	0.47	2.07**
–1	0.06	0.44	0.52	2.01**
0	0.39	1.71*	0.91	2.71***
1	0.21	1.65*	1.13	3.10***
2	–0.13	–1.27	0.99	2.70***
3	–0.13	–1.41	0.86	2.32**
4	0.14	1.34	1.00	2.56**
5	0.15	1.25	1.15	2.73***

* – значимо на 10%-ном уровне, ** – значимо на 5%-ном уровне, *** – значимо на 1%-ном уровне.

Рассматривается первая группа событий, в которую входят наблюдения с разницей в дивидендах по сравнению с прошлым годом, превышающей 5%. В Таблице 4 показаны результаты по этой группе. Во-первых, можно отметить, что наибольшая средняя аномальная доходность (AAR) имела место в день 0, т.е. в день объявления о решении выплатить дивиденды и их размере; аномальная доходность в этот день составила 1.38% и значима на 1%-ном уровне. Это значит, что когда информация о намерении компании выплатить дивиденды в большем размере, чем в прошлом году, т.е. выше ожиданий, становится достоянием общественности, рынок реагирует на эту новость положительно. На следующий день в среднем также присутствует значимая 10%-ная положительная реакция рынка (AAR = 0.34%). На второй день после события аномальная доходность составляет –0.36% (значима на 5%-ном уровне). Однако на 5-й день после события AR снова становится значимо положительной. Перед наступлением события наблюдается аналогичная ситуация. Иными словами, можно отметить, что в среднем рынок демонстрирует положительную аномальную доходность с небольшими отрицательными отклонениями 2 дня до и 2 дня после объявления о выплате дивидендов.

Что касается кумулятивной средней аномальной доходности, очевидно, здесь присутствует положительная тенденция к увеличению показателя от –2 дней до 1 дня. После дня события CAAR постепенно снижается до 4-го дня окна событий. Практически все значения, кроме t = –5, значимы. Иначе говоря, кумулятивная средняя аномальная доходность резко возрастает именно в тот день, когда компании объявляют об увеличении дивидендов, и на следующий день после него, но затем существенно снижается для рынка при t = 2 (Рисунок 4). В целом в течение 11 дней, охватывающих период до, во время и после события (CAR(–5;5)), средняя аномальная доходность достигает 1.98%. Считается, что если значение CAAR положительно, то стоимость создана в результате события.

Таблица 4. AAR, CAAR, T-статистика по увеличению дивидендов

День окна события	AAR, %	T-значение (AAR)	CAAR	T-значение (CAAR)
–5	–0.12	–0.67	–0.12%	–0.67
–4	0.24	1.57	0.15%	0.83
–3	0.20	1.37	0.36%	1.45
–2	–0.37	–2.39**	–0.01%	–0.04

День окна события	AAR, %	Т-значение (AAR)	CAAR, %	Т-значение (CAAR)
–1	0.27	1.65*	0.25	0.78
0	1.38	3.57***	1.64	3.33***
1	0.34	1.81*	1.98	3.54***
2	–0.36	–2.34**	1.62	3.00***
3	0.09	0.72	1.72	3.12***
4	–0.15	–0.96	1.56	2.69***
5	0.42	2.58**	1.98	3.15***

* – значимо на 10%-ном уровне, ** – значимо на 5%-ном уровне, *** – значимо на 1%-ном уровне.

Для группы событий, отнесенных к нейтральным, показатель AAR оказался значим на 5%-ном уровне лишь за 3 дня до объявления о неизменном размере дивидендов и равен 0.49% (Таблица 5), а также значим на 10%-ном уровне через 3 дня после события (AAR = –0,38%). Иными словами, согласно данному показателю, рынок реагирует положительно до события, возможно, ожидая хороших новостей, а затем с опозданием, узнав, что дивиденды не изменились, он показывает значимый отрицательный результат. Вместе с тем, CAAR(–5;5) говорит о достаточно стремительном росте, и к концу окна событий этот показатель составляет 1.46% и значим на 10%-ном уровне.

Таблица 5. AAR, CAAR, Т-статистика по неизмененным дивидендам

День окна события	AAR, %	Т-значение (AAR)	CAAR	Т-значение (CAAR)
–5	0.04	0.15	0,04%	0,15
–4	0.46	1.82	0,49%	1,33
–3	0.49	2.38**	0,98%	2,19**
–2	0.32	1.37	1,30%	2,41**
–1	–0.17	–0.64	1,13%	2,01**
0	–0.01	–0.03	1,12%	1,85*
1	0.50	1.65	1,62%	2,60**
2	–0.38	–1.73*	1,24%	1,77*
3	–0.07	–0.29	1,17%	1,74*
4	0.25	1.18	1,41%	1,97*
5	0.05	0.25	1,46%	1,91*

* – значимо на 10%-ном уровне, ** – значимо на 5%-ном уровне, *** – значимо на 1%-ном уровне.

В третьей группе рассматривались результаты, полученные по объявлениям об уменьшении дивидендов. В Таблице 6 приведены показатели AAR и CAAR, а также соответствующая t-статистика для данной группы событий. Проверка гипотезы о разнице между AAR и нулем показала, что при 5%-ном уровне значимости в периоды t = –3 и t = 3, т.е. за 3 дня до и 3 дня после объявления о снижении размера дивидендных выплат по сравнению с предыдущим годом. Более того, значение AAR в эти дни отрицательное (при t = –3 и t = 3 AAR = –0.53% и AAR = –0.42%, соответственно; при t = 2 AAR = –0.34%). Иными словами, возможно, инсайдерская информация использовалась за 3 дня до события, и значимая реакция на уменьшение дивидендов произошла с задержкой. Из Рисунков3 и 4 очевидно, что в 2008–2021 гг. в окне событий (–5;5) до и после объявления о негативном изменении размера дивидендов наблюдается отрицательная реакция рынка. Увеличение доходности на рынке имеет место в среднем только через 3 дня после объявления об уменьшении размера дивидендов.

Таблица 6. AAR, CAAR, Т-статистика по уменьшению дивидендов

День окна события	AAR	Т-значение (AAR)	CAAR	Т-значение (CAAR)
–5	0.01	0.08	0.014	0.10
–4	0.24	0.90	0.255	0.87
–3	–0.53	–2.53**	–0.272	–0.79
–2	0.38	1.44	0.108	0.25
–1	0.08	0.26	0.187	0.35
0	–0.21	–0.64	–0.020	–0.05
1	–0.20	–0.91	–0.221	–0.37
2	–0.34	–1.74*	–0.563	–0.85
3	–0.42	–2.45**	–0.988	–1.66*
4	0.33	1.75*	–0.656	–0.94
5	–0.03	–0.14	–0.688	–0.93

* – значимо на 10%-ном уровне, ** – значимо на 5%-ном уровне, *** – значимо на 1%-ном уровне.

Реакция российского рынка на изменение дивидендов в различных отраслях

Самыми крупными отраслями, представленными в данном исследовании, являются электроэнергетика, нефтегазовая отрасль, телекоммуникации и транспорт. Для анализа использовали четыре вышеупомянутые отрасли, рассматриваемые чаще остальных, а также группу, в которую включены все остальные отрасли. В группу прочих товаров вошли такие отрасли, как металлургия, промышленные и капитальные товары, металлургическая и горнодобывающая отрасль, химическая промышленность, розничная торговля, строительство, здравоохранение; производство продовольствия, напитков и табачных изделий; автомобили и запчасти, СМИ и развлечения. Результаты указывают на несколько существенных различий между отраслями. Во-первых, самыми стабильными отраслями, которые практически не имеют реакции на объявление о выплате дивидендов, являются электроэнергетика и нефтегазовая отрасль. Для электроэнергетики показатель AAR оказался значимым на 5%-ном уровне только при t = –2 (AAR = 0.56%), а для нефтегазовой отрасли значимая реакция отсутствовала. Вместе с тем график CAAR по различным отраслям (Рисунок 5) показывает, что они наиболее близки к нулю по данному показателю, особенно нефтегазовая отрасль. Помимо этого, наиболее заметно отличается транспортная отрасль. Она показала четкий и быстрый восходящий тренд, в то время как значение AAR оказалось положительно значимым в 1-й и 4-й дни после события. Однако для телекоммуникаций ситуация противоположная, и на 2-й и 5-й день после события на него наблюдается отрицательная реакция рынка. Таким образом, по различным отраслям рыночная динамика в целом совпадает, однако телекоммуникации и транспортный сектор выделяются.

Если предположить, что данные отрасли корректируют дивиденды в сторону увеличения, то все отрасли показывают положительную динамику по кумулятивной средней аномальной доходности до дня события (Рисунок 3). Для всех отраслей показатель CAAR увеличился в день 0, а после цены снизились. Однако результаты были значимы только для транспорта и телекоммуникаций. Что касается отрицательного изменения в размере дивидендов, то для других отраслей (кроме четырех рассматриваемых) очевидно серьезное снижение аномальной доходности до t = –1 и рост CAAR, начиная со дня объявления (Рисунок 4). Многие отрасли, отнесенные к группе «Другие», не являются зрелыми, поэтому инвесторы готовы пожертвовать прибылью в виде дивидендов сейчас ради получения прибыли в будущем. В этом случае компании могут инвестировать деньги в развитие и отложить выплату дивидендов. Обычно в отраслях группы «Другие» дивиденды сравнительно небольшие для рынка по сравнению с нефтегазовой отраслью и телекоммуникациями, поэтому инвесторы слабее реагируют на изменения, т.е. данные изменения незначительны в отношении дивидендов на одну акцию. Снижение также наблюдается и в нефтегазовой отрасли, но оно несущественно. Телекоммуникационная отрасль показывает значительный рост AAR в день объявления, а затем существенное отрицательное значение в 3-й день. А для транспортной отрасли, наоборот, после дня получения рынком информации присутствует значительное увеличение аномальной доходности.

Рисунок 2. Кумулятивная средняя аномальная доходность для различных отраслей (все данные)

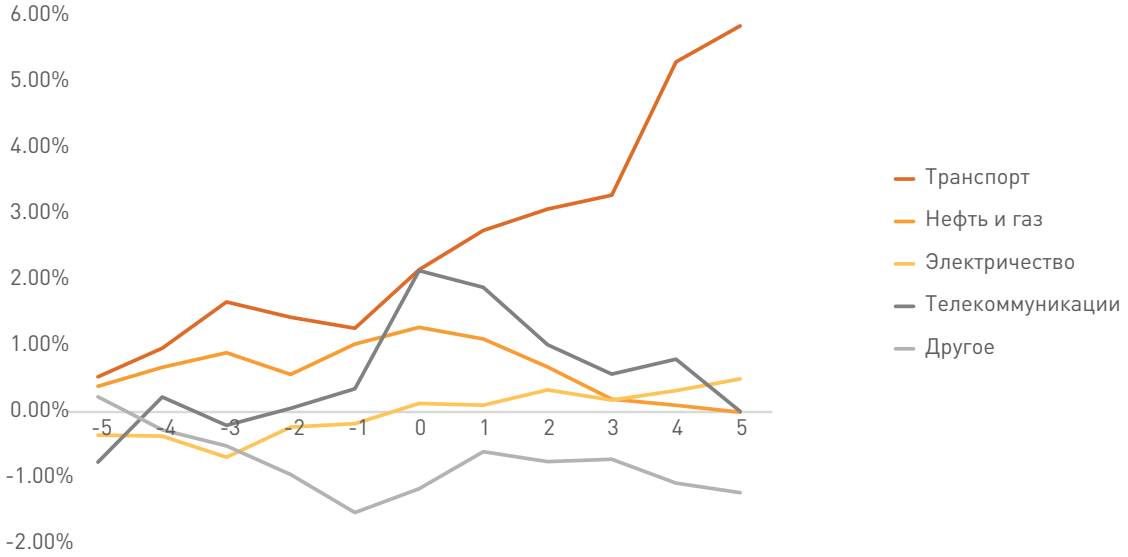


Рисунок 3. Кумулятивная средняя аномальная доходность для различных отраслей (увеличение размера дивидендов)

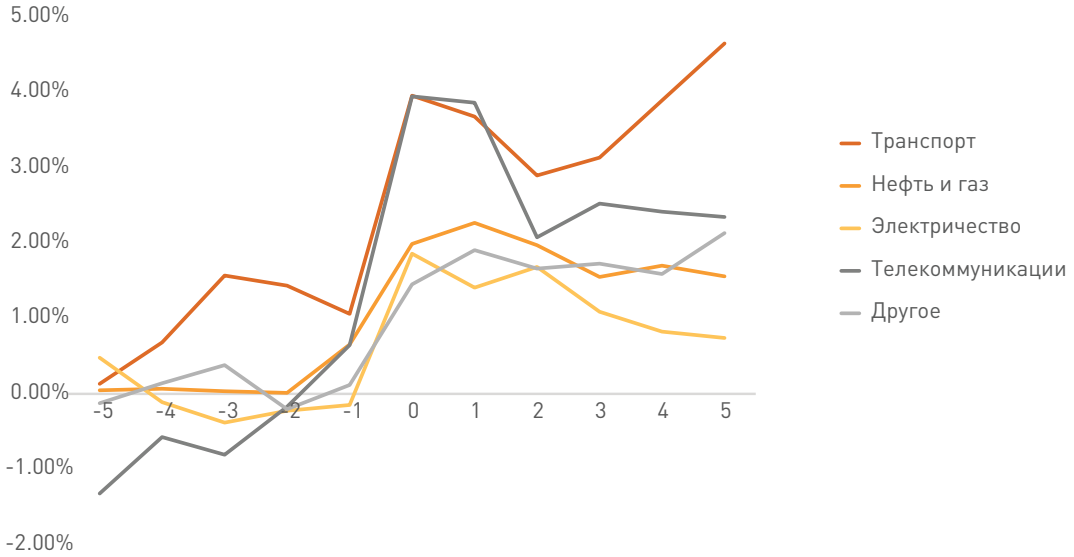
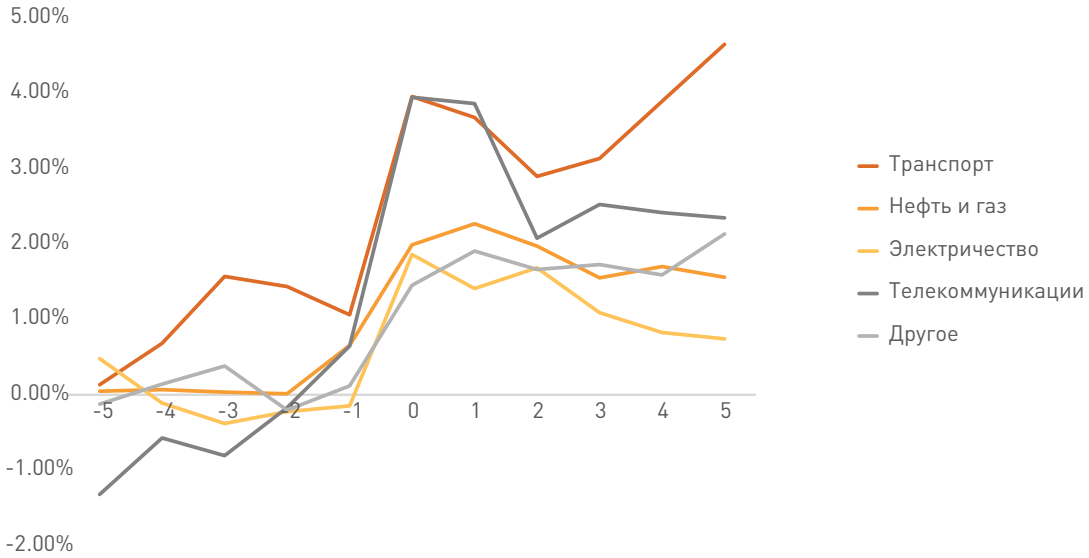


Рисунок 4. Кумулятивная средняя аномальная доходность для различных отраслей (уменьшение размера дивидендов)



Реакция российского рынка на изменение дивидендов в период кризиса и роста

Рассмотрим результаты событийного анализа на выборке российских компаний за кризисный и некризисный периоды. Для анализа взяли 2008–2021 гг. На основании показателей индекса физического объема ВВП, инфляции и уровня безработицы в группу кризисного периода включены следующие годы: 2008, 2009, 2013, 2014, 2015, 2020, а в группу периода стабильности или роста включены 2010, 2011, 2012, 2016, 2017, 2018, 2019 и 2021 гг. К кризисному периоду отнесены 2008 и 2009 гг., потому что в 2008 г. произошли ипотечный кризис в США, а также падение цен на нефть и металлы. Данные события повлекли последствия для финансовых рынков по всему миру, затронув и Россию. Летом 2008 г. произошел обвал российского фондового рынка. На тот момент российские компании имели рекордный объем внешней задолженности. Государству пришлось вмешаться, чтобы поддержать компании и предотвратить крах экономики. В 2014–2015 гг. упали мировые цены на нефть, а страна все еще испытывала трудности из-за санкций, введенных после присоединения Крыма. Зависимость от энергоресурсов оказала отрицательное влияние на экономику страны, когда мировые цены на нефть резко упали. В 2020 г. Россия преодолевала последствия пандемии COVID-19. В кризисный период произошли падение индекса физического объема ВВП, рост инфляции и уровня безработицы (Рисунок 5).

Рисунок 5. Макроэкономические показатели российского рынка

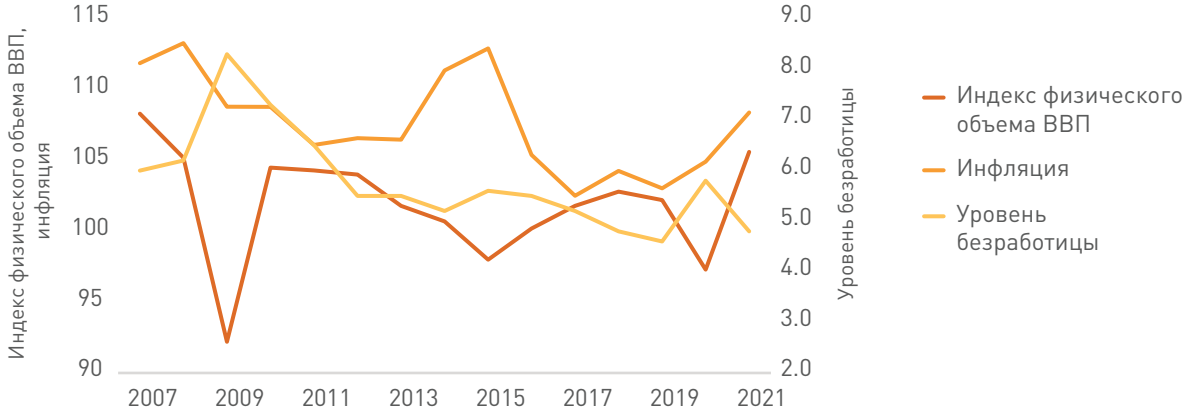
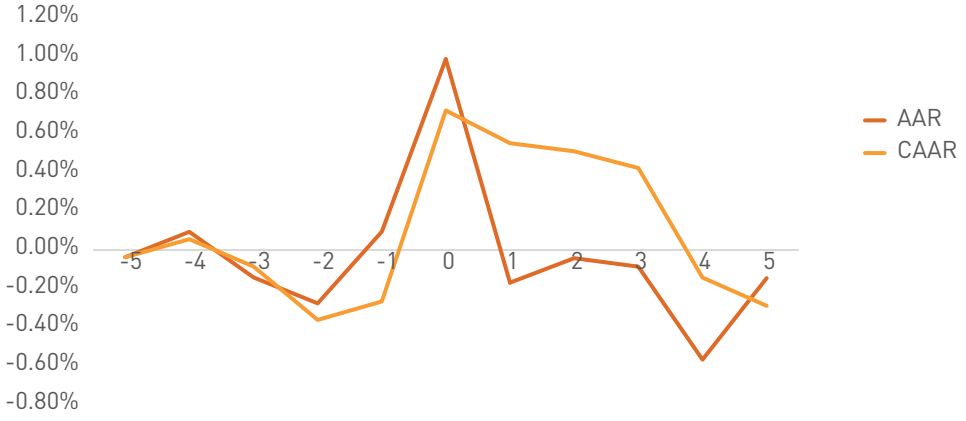


Рисунок 6. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность по группе периода стабильности (увеличение размера дивидендов)



Новости, связанные с объявлением дивидендов, как в анализе выше, разделены на хорошие, нейтральные и плохие. Прежде всего, проанализируем реакцию рынка на объявления об увеличении дивидендов на выбранном временном горизонте, для которого характерны стабильность или рост. Для ясности построены графики поведения средней аномальной доходности (AAR) и кумулятивной средней аномальной доходности (CAAR) в окне событий (Рисунок 6).

Проверка гипотез показала, что средняя аномальная доходность существенно отлична от нуля в день t = 0 на 10%-ном уровне значимости. В то же время значения средней аномальной доходности в день 0 положительны, поэтому можно сказать, что реакция инвесторов на увеличение дивидендов была положительной, что говорит об их мгновенной реакции. На Рисунке 6 можно наблюдать постепенное уменьшение CAAR, начиная со дня объявления об увеличении дивидендов. Тенденция к уменьшению кумулятивной средней аномальной доходности, начиная со дня объявления и до конца наблюдения, хорошо просматривается на Рисунке 6. К 11-му дню окна событий кумулятивная средняя аномальная доходность достигла значения –0.3%.

Ниже мы рассматриваем реакцию российского рынка на объявление об увеличении дивидендов в кризисный период.

Результаты анализа показывают, что средняя аномальная доходность существенно отлична от 0 в день t = 0 на 5%-ном уровне значимости и в день t = 2 на 10%-ном уровне значимости. В то же время значение средней аномальной доходности в день t = 0 положительно, а в день t = 2 – от-

рицательно. Российский рынок показывает немедленную положительную реакцию на новости о повышении дивидендов в кризисные периоды, но затем инвесторы снова проявляют осторожность. Рисунок 7 свидетельствует о постепенном росте CAAR со дня объявления об увеличении размера дивидендов (t = 0). На Рисунке 7 хорошо прослеживается тенденция к повышению кумулятивной средней аномальной доходности со дня объявления об увеличении размера дивидендов и до конца наблюдения. К 11-му дню окна событий кумулятивная средняя аномальная доходность достигла значения 2.02%.

Ниже приведено обсуждение результатов, полученных при анализе нейтральных новостей об объявлении дивидендов в периоды стабильности или роста. В таких новостях изменение размера дивидендов за год не превышает 5% как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения (Рисунок 8).

Рисунок 7. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в кризисный период (увеличение размера дивидендов)

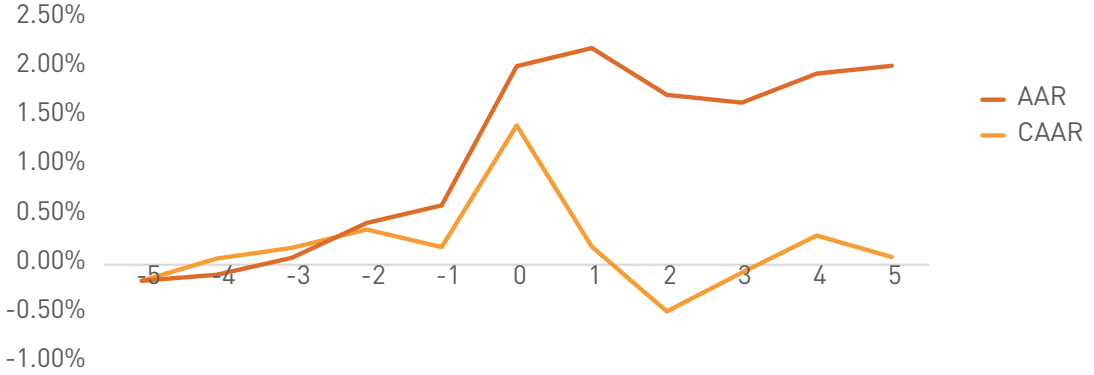
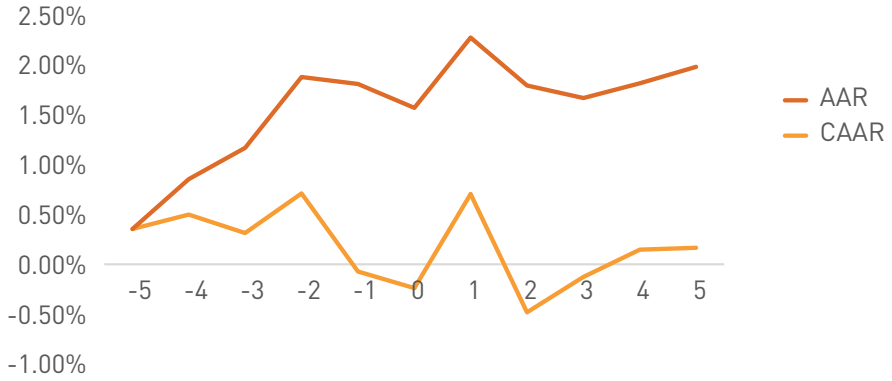


Рисунок 8. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность по группе стабильного периода (размер дивидендов не меняется)



Оказалось, что в группе событий, отнесенных к нейтральным, за два дня до объявления неизмененных дивидендов AAR достигает 0.71%, что значимо на 5%-ном уровне. Затем в день t = 1 этот показатель значим на 10%-ном уровне и имеет положительный знак. Но затем в день t = 2 показатель AAR значим на 5%-ном уровне с отрицательным знаком. Тем не менее CAAR(–5;5) демонстрирует стабильный рост, и к концу окна событий данный показатель равен 2%.

На Рисунке 9 приведен график результатов анализа нейтральных новостей в кризисный период.

В группе кризисного периода анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление о небольшом изменении размера дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. В то же время на Рисунке 9можно наблюдать колебания CAAR. К 11-му дню окна событий значение кумулятивной средней аномальной доходности уже практически отрицательное.

Далее рассмотрены результаты анализа плохих новостей, т.е. объявлений об уменьшении дивидендов в периоды стабильности или роста. На Рисунке 10 представлены графики изменения средней аномальной доходности, а также кумулятивной средней аномальной доходности в окне событий. Согласно графику, можно сделать вывод, что «плохие» новости на отрезке стабильного периода вызывают отрицательную реакцию российского рынка.

Проверка гипотез показала, что на 5%-ном уровне значимости средняя аномальная доходность существенно отлична от 0 в день t = 2, на 10%-ном уровне значимости в день t = 3 и на 5%-ном уровне значимости в день t = 4. Средняя аномальная доходность в день t = 2 положительна, однако она отрицательна в день t = 3 и снова положительна в день t = 4, что говорит об однозначной реакции на уменьшение дивидендов, объявленное в периоды стабильности или роста. На Рисунке 10 присутствуют скачки значений в окне событий, в основном с отрицательными значениями. В то же время в день объявления происходит постепенное снижение кумулятивной средней аномальной доходности, после чего наблюдается колебание значений. Исследование показало, что объявления об уменьшении дивидендов предоставляют негативную информацию российскому рынку, что приводит к отрицательной кумулятивной средней аномальной доходности акций российских компаний. Данный вывод соответствует сигнальной теории дивидендов. Далее на основе анализа полученных результатов рассмотрено, каким образом российский рынок отреагировал на новости об уменьшении дивидендов в кризисные периоды.

Рисунок 9. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в кризисный период (размер дивидендов не меняется)

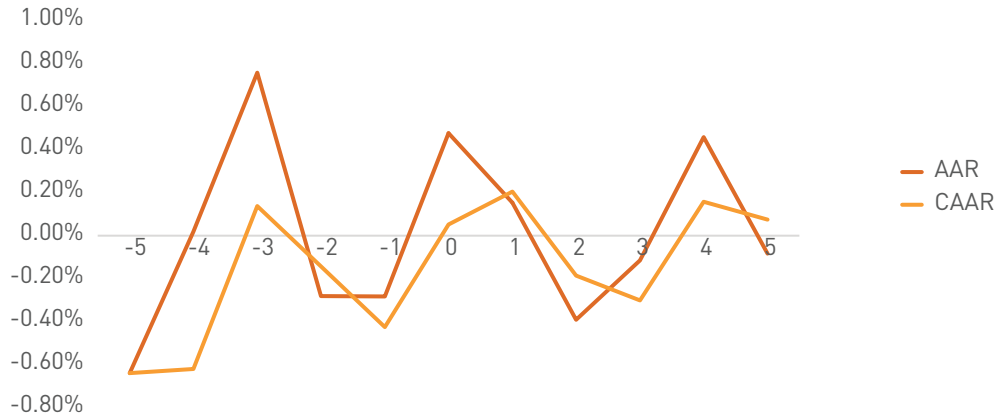


Рисунок 10. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность по группе стабильного периода (уменьшение дивидендов)

Рисунок 11. Кумулятивная средняя аномальная доходность и Средняя аномальная доходность в кризисный период (уменьшение дивидендов)

В группе кризисного периода анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление об уменьшении дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. Вместе с тем на Рисунке 11 можно увидеть, что в окне событий (–5;5) до и после объявления об отрицательном изменении в дивидендах присутствует отрицательная реакция рынка, однако после дня t = 3 происходит рост CAAR. К последнему дню окна событий CAAR = 0.46%.

Реакция российского рынка на изменение в дивидендах: отношение к риску

При регрессионном анализе всех видов изменения дивидендов (уменьшение и увеличение) построены три типа регрессий: сквозная МНК, с фиксированными эффектами и со случайными эффектами. Затем были проведены F-тест, тест Бройша – Пэгана и тест Хаусмана, чтобы сделать выбор из трех упомянутых типов регрессий. Результаты тестов показали, что модель с фиксированными эффектами является наилучшей. Этот подход позволяет контролировать ненаблюдаемые характеристики компаний благодаря гетерогенности, когда присутствует постоянство по времени.

В Таблице 7 приведены результаты регрессии с фиксированными эффектами отдельно для всех видов событий, для положительных событий и для отрицательных событий. Во-первых, обращаясь к влиянию изменения дивидендов, можно отметить, что во всех трех случаях присутствует существенный результат (для всех видов изменений и для положительных изменений в дивидендах на 10%-ном уровне значимости, а для отрицательных изменений – на 5%-ном уровне значимости). В целом изменение размера дивидендов на 1 рубль влечет увеличение CAR на 0.020 процентного пункта. Когда фактические дивиденды превышают ожидаемые, увеличение дивидендов влечет за собой изменение CAR на 0.052. Однако если рассматривать меньшее изменение дивидендов, то увеличение в ячейке «Изменение дивидендов» приводит к уменьшению CAR на 0.185 пункта. Комментируя контрольные переменные для регрессии в целом, можно отметить, что только логарифм капитализации (размер компании) (–0.018), возраст компании (–0.048) и экономический статус страны (0.016) оказались значимыми. Иными словами, увеличение первых двух показателей привело к падению CAR, а последнего показателя – к увеличению CAR, что в целом соответствует ожиданиям. Таким образом, результаты регрессии показывают, что отрицательные новости оказывают более сильное и отрицательное влияние на избыточную доходность, в то время как положительные изменения тоже оказывают влияние, но положительное и более слабое. Можно сделать вывод, что инвесторы больше опасаются отрицательных результатов, чем рады позитивным новостям. В связи с этим можно предположить, что инвесторы на российском рынке скорее не склонны к риску. Результаты, полученные при помощи регрессии, также служат подтверждением проверки Гипотез 1 и 3 о реакции рынка на увеличение и уменьшение размера дивидендов, соответственно.

Таблица **7.** Результаты регрессии по всей выборке, группам положительных и отрицательных изменений дивидендов

	По всей выборке	Положительное изменение дивидендов	Отрицательное изменение дивидендов
		CAR(11)	
Изменение дивидендов	0.020* (0.008)	0.052* (0.025)	–0.185** (0.054)
Логарифм капитализации	–0.018** (0.005)	–0.008 (0.029)	–0.048 (0.040)
ROA (рентабельность активов)	0.049 (0.149)	0.378* (0.131)	–0.468 (0.419)
Логарифм возраста компании	–0.048* (0.017)	0.053* (0.028)	–0.023* (0.012)
Логарифм Q Тобина	–0.006 (0.021)	–0.007 (0.030)	0.032* (0.0128)
Отношение D/E	–0.001 (0.007)	–0.005 (0.008)	–0.012 (0.025)
Экономическое состояние	0.016* (0.005)	0.027** (0.012)	0.049** (0.017)
R-квадрат	0.086	0.112	0.143

* – значимо на 10%-ном уровне, ** – значимо на 5%-ном уровне, *** – значимо на 1%-ном уровне.

Реакция российского рынка на изменение дивидендов до пандемии COVID-19 и после нее

Сначала рассмотрим результаты, описывающие допандемийный период (Рисунок 12).

В допандемийный период анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление о незначительном изменении размера дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. В то же время кумулятивная средняя аномальная доходность резко повысилась в день объявления об увеличении дивидендов и к концу окна событий сохранила этот уровень роста (7.90%).

На Рисунке 13 приведены результаты анализа нейтральных новостей в допандемийный период.

Рисунок 12. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в допандемийный период (увеличение размера дивидендов)

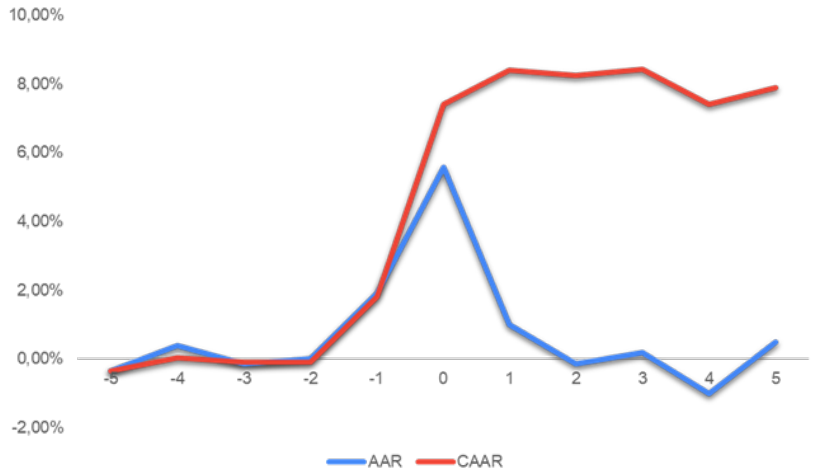
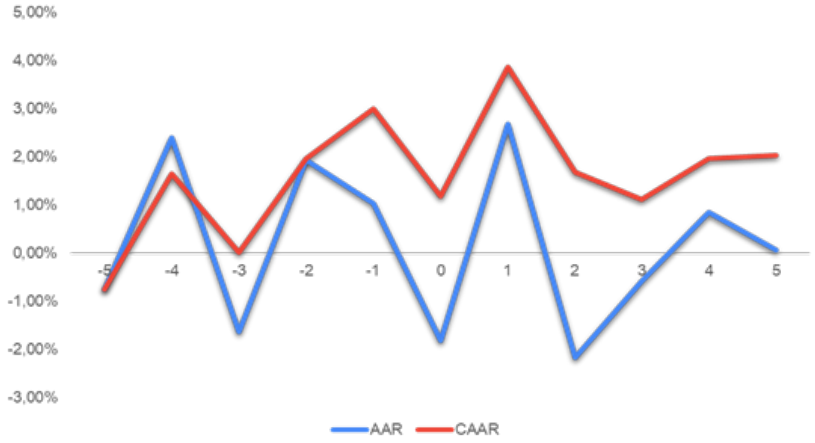


Рисунок 13. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в допандемийный период (дивиденды не меняются)



Как видно из Рисунке 13, в течение всего окна событий рынок воспринимает объявление о неизменном размере дивидендов как нейтральный сигнал, потому что кривая-средней аномальной доходности колеблется около нуля. В данном временном ряду нет четкой тенденции к повышению или понижению. Это означает, что в среднем акции российских компаний не получают избыточной доходности под влиянием объявления о выплате дивидендов.

Далее мы обсудим результаты, полученные под воздействием объявлений об уменьшении дивидендов, сделанных во время пандемии COVID-19.

Проверка гипотез показала, что на 1%-ном уровне значимости средняя аномальная доходность существенно отлична от нуля в день t = 0, на 1%-ном уровне значимости в день t = 2 и на 5%-ном уровне значимости в день t = 3. В день t = 0 значение средней аномальной доходности отрицательно. Однако в день 2 оно становится положительным, а в день 3 снова оказывается отрицательным. Кривая кумулятивной средней аномальной доходности (Рисунок 14) показывает скачкообразное поведение значений в окне событий.

На Рисунке 15 приведены результаты реакции российского рынка на хорошие новости во время пандемии.

Рисунок 14. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в допандемийный период (уменьшение размера дивидендов)

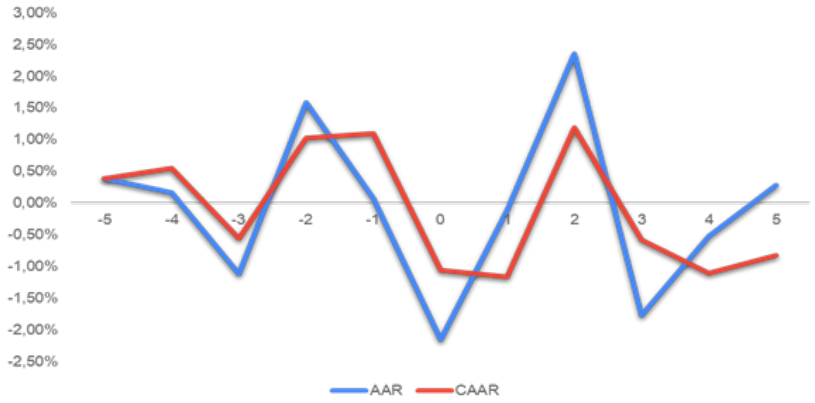


Рисунок 15. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность во время пандемии (увеличение размера дивидендов)

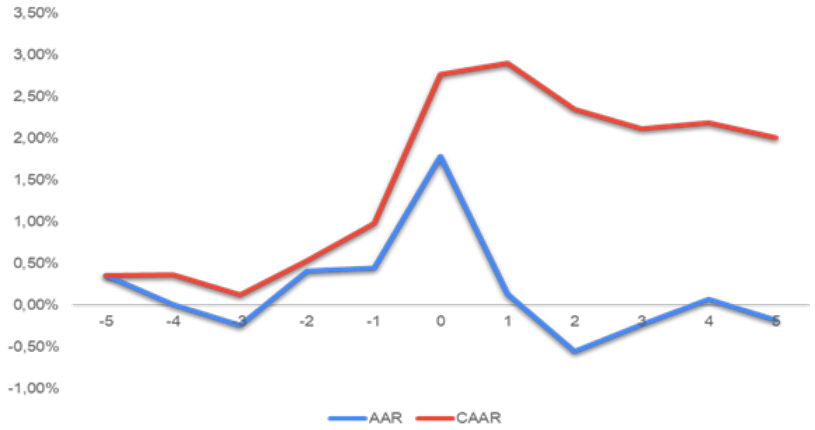
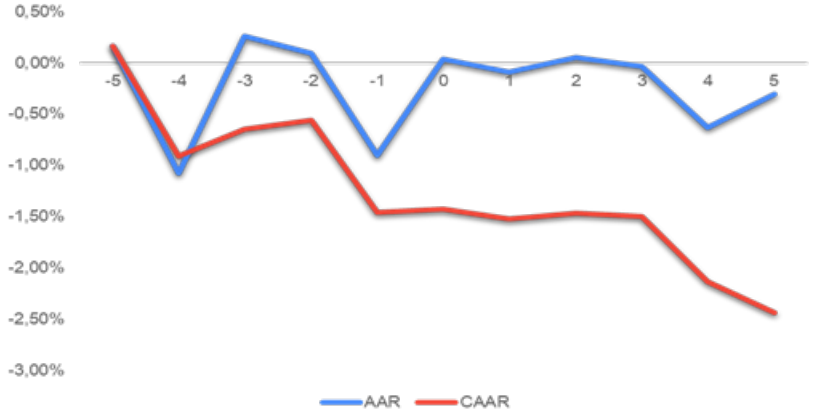


Рисунок 16. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность во время пандемии (дивиденды не меняются)



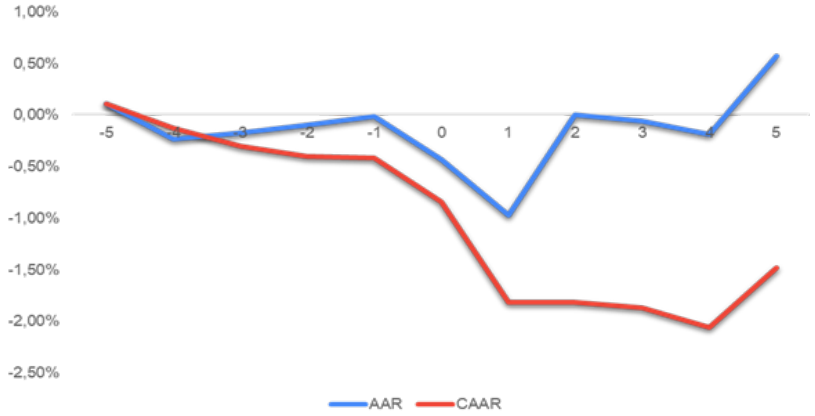
Во время пандемии анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление об увеличении объема выплачиваемых дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. Резкий рост CAAR в день объявления об увеличении дивидендов виден на кривой кумулятивной средней аномальной доходности. К концу окна событий CAAR = 2,01%.

Далее мы изучим нейтральные новости об объявлении о выплате дивидендов во время пандемии COVID-19.

Кривая средней аномальной доходности на Рисунке 16 показывает колебания около нуля без четкой тенденции к увеличению или снижению в пределах окна событий. Это говорит о том, что объявление о неизменном размере дивидендов не приводит к росту средней аномальной доходности акций российских компаний и вместо этого воспринимается рынком как нейтральный сигнал. Кроме того, нет существенных значений средней аномальной доходности. Акционеры, чьи дивиденды не изменились, как правило, получают нормальную доходность только во время окна событий.

Далее мы рассматриваем результаты реакции российского рынка на объявления об уменьшении дивидендов во время пандемии COVID-19 (Рисунок 17).

Рисунок 17. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность во время пандемии (уменьшение размера дивидендов)



Проверка гипотез показала, что на 5%-ном уровне значимости средняя аномальная доходность существенно отлична от нуля в день t = 1. Более того, значение средней аномальной доходности в день 1 отрицательно. Объявление об уменьшении размера дивидендов довольно быстро оказывает отрицательное воздействие на доходность акций. На кривой кумулятивной средней аномальной доходности (Рисунок 17) четко видно тенденцию к уменьшению в окне событий. Вместе с тем результаты исследования показывают, что объявление об уменьшении дивидендов оказывает отрицательное влияние на российский рынок, приводя к снижению кумулятивной средней аномальной доходности. Далее значение падает до –1.48%. Это подтверждает сигнальную теорию дивидендов и говорит о том, что подобные объявления несут инвесторам отрицательную информацию, что приводит к отрицательной избыточной доходности акций российских компаний.

Обсуждение и ограничения

Подводя итог предыдущего раздела, можно сделать некоторые выводы. Результаты анализа группы положительных изменений в дивидендах показали, что в 2008–2021 гг. наблюдалась мгновенная положительная реакция рынка на увеличение компанией дивидендов по сравнению с ожиданиями. Данный результат соответствует сигнальной теории, которая гласит, что информация об увеличении дивидендов является сигналом руководства компании рынку о том, что компания ожидает увеличения денежных потоков и финансовых результатов. Определим основные выводы исследования.

На основании анализа двух групп периодов (период стабильности или роста и кризисный период) можно сделать следующий основной вывод: в периоды стабильности и роста российский рынок реагирует на новости об уменьшении дивидендов сильнее, чем в кризисные периоды.

Увеличение дивидендов приводит к росту цены акций. Данный вывод аналогичен результатам работ Ш. Махмуда, М. Шейха и А. Гаффари [21], Ш. Танима и А. Юса [10]. Однако результаты не согласуются с большинством итогов исследований, посвященных российским компаниям, потому что они получили противоположные результаты [5–7; 28].Причиной может быть то, что рассматриваемый в данной статье временной период не совпадает с периодами, исследованными в более ранних работах, соответственно, степень и направление реакции рынка могли измениться.

Результаты анализа группы «плохих» событий показывают, что объявления российских компаний об уменьшении размера дивидендов вызывают отрицательную реакцию рынка, т.е. влекут за собой отрицательную аномальную доходность акций компании, и это подтверждает сигнальную теорию. Полученные результаты согласуются с выводами работ И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28], Ш. Махмуда, М. Шейха и А. Гаффари [21]. Что касается работ, посвященных российскому рынку, получен противоположный результат [6; 7]. Однако это разночтение можно объяснить тем, что в работах в основном рассматриваются либо только периоды восстановления, либо только кризисные периоды. Выводы подтверждают выдвинутую в исследовании Гипотезу 1.

Что касается группы нейтральных изменений дивидендов, трудно сделать однозначный вывод. С одной стороны, показатель CAAR значим на 10%-ном уровне к концу окна событий и положителен. С другой стороны, аномальная доходность незначима в день события и в первые два дня до и после него. На основании второго аргумента можно сделать вывод, что в среднем объявление о неизмененных дивидендах не влечет за собой аномальной доходности акций российских компаний и не воспринимается рынком в целом как положительный или отрицательный сигнал. Таким образом, подтверждена Гипотеза 2 об отсутствии реакции рынка при неизменном размере дивидендов. Данный результат соответствует сигнальной теории, согласно которой рынок не должен реагировать на подобные события, и многочисленным работам, посвященным данной теме [21; 29].

Наблюдается следующая тенденция для цен акций компаний электроэнергетической и нефтегазовой отраслей: когда компании объявляют о размере будущих дивидендов, в целом эта сумма не существенно отличается от ожидаемой доходности по их акциям. Компании из этих отраслей более стабильны и находятся на стадии зрелости. Транспортная отрасль в целом сильнее остальных реагирует на рассматриваемое событие, а реакция не соответствует сигнальной теории с уменьшением дивидендов. В течение анализируемого периода наблюдается четкое различие между компаниями из разных секторов экономики, что подтверждает Гипотезу 3.

Анализ показал, что в периоды стабильности и роста российский рынок сильнее реагирует на плохие новости о дивидендных выплатах, чем в кризисные периоды. Однако

реакция неоднозначна, и, вероятно, во время объявления дивидендных выплат на рынке происходит спекуляция. Полученные результаты согласуются с выводами работ И.В. Березинец, Л.А. Булатовой ссоавт. [28], Ш. Махмуда, М. Шейха и А. Гаффари [21].

В кризисные периоды держатели акций, дивиденды по которым не изменились, в среднем получают только нормальную доходность в рамках окна событий. Сигнальная теория дивидендов предполагает, что рынок не получает никакой значимой информации, которая привела бы к избыточной доходности акций компании, когда компания объявляет, что величина дивидендов не изменится. Поэтому поведение прибыли соответствует данной теории. Этот результат согласуется с сигнальной теорией, согласно которой рынок не должен реагировать на подобные события, и многим работам на эту тему [29].

Российский рынок сильнее реагирует на плохие новости о дивидендных выплатах в периоды стабильности и роста, но не в кризисные периоды. Возможно, в кризисные периоды инвесторы готовы к ухудшению ситуации, что влечет за собой относительно слабую реакцию на уменьшение дивидендов. Похожие результаты, когда в периоды стабильности и роста рынок реагирует на плохие новости о дивидендах сильнее, чем в кризисные, также получены в работах М. Мазура, М. Данга и Т. Во [27]; Дж. Чо, М. Гринвуд-Ниммо и Я. Шина [11].

Влияние увеличения и уменьшения дивидендов было больше выражено во время пандемии COVID-19, чем в допандемийный период. Это более отчетливо проявляется в случае плохих новостей. Таким образом, часть Гипотезы 4 касательно периода пандемии и допандемийного периода подтвердилась.

Ни во время пандемии COVID-19, ни в допандемийный период рынок не проявлял существенной реакции на объявления об увеличении дивидендов. Также не наблюдалось аномальной реакции и на объявления о неизменных дивидендах. Данный результат соответствует работам Г.Р. Тураева [29], М. Мазура, М. Данга и Т. Во [27], Г. Али [24].

Настоящее исследование может быть полезным инвесторам, работающим на российском рынке. Разделение на периоды показывает, что как минимум один раз в три года в стране происходят события, которые неизменно приводят к кризисам. Инвесторы могут извлечь выгоду из изучения реакции рынка на изменение курса акций, которое следует за объявлением об изменении размера дивидендов, в разбивке по периодам, отраслям и т.д.

При помощи регрессионного анализа мы проверили гипотезу о том, что отрицательное влияние объявлений об уменьшении дивидендов на цену акций сильнее, чем положительное влияние объявлений об увеличении дивидендов. Гипотеза подтвердилась. Коэффициент объявлений об уменьшении дивидендов отрицательный. Коэффициент объявления о дивидендных выплатах положительный, но он оказывает более слабое влияние на курс акций, чем отрицательный коэффициент на объявления об уменьшении дивидендов. Таким образом, инвесторы сильнее реагируют на отрицательные события, т.е. уменьшение дивидендов, чем на положительные (увеличение дивидендов). Иными словами, они склонны избегать риска, а не искать его. Гипотеза 5 подтверждена (Таблица 8).

Таблица 8. Итоги по результатам проверки гипотез

Гипотеза	Вывод
Гипотеза 1	Гипотеза не опровергнута
Гипотеза 2	Гипотеза не опровергнута
Гипотеза 3	Гипотеза не опровергнута
Гипотеза 4	Гипотеза о кризисных периодах и периодах стабильности опровергнута, гипотеза о допандемийном периоде и периоде в течение COVID-19 не опровергнута
Гипотеза 5	Гипотеза не опровергнута

Говоря об ограничениях, можно отметить, что, во-первых, в работе рассматривается ограниченное количество переменных и ограниченные временные периоды. Во-вторых, работа посвящена только российскому рынку. В работе также применяется наивный подход к определению ожидаемых дивидендов, т.е. используются дивиденды предыдущего года, а не прогнозы аналитиков, сделанные ближе к дате объявления. Однако в работе И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28] результаты показывают, что между подходами нет существенных различий, т.е. оба подхода приемлемы.

Компании, принимающие решения о распределении капитала, должны изучить результаты данной статьи и скорректировать свои решения в зависимости от состояния экономики. Это поможет им максимально увеличить состояние акционеров и, соответственно, добиться роста стоимости компании, потому что объявление об изменении размера дивидендов существенно влияет на прибыльность акций компании.

Список литературы

1. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review.* 1956;46(2):97–113. URL: https://www.jstor.org/stable/1910664 (accessed on 16.05.2023)
2. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business.* 1961;34(4):411–433. URL: https://www.jstor.org/stable/2351143 (accessed on 16.05.2023)
3. Yang Y., Shojib I., Kanehiroc, S. Optimal dividend distribution policy from the perspective of the impatient and loss-averse investor. *The Journal of Socio-Economics*. 2009;38(3):534-540. https://doi.org/10.1016/j.socec.2009.02.009

4. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*. 2002;75(3):387-424. https://doi.org/10.1086/339889

5. Berezinets I.V., Bulatova L.A., Ilina Yu.B, et al. Russian stock market reaction to dividend announcements: empirical study. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management.* 2015;(1):44-90. (In Russ.) URL: http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/641.pdf (accessed on 16.05.2023)

6. Rogova E.M., Berdnikova G.O. The Analysis of Market Reaction to Dividend Announcements of Russian Companies. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta =Russian Management Journal*. 2014;12(4):3-28. (In Russ.) URL: https://rjm.spbu.ru/article/view/201 (accessed on 16.05.2023)

7. Teplova T.V. Impact of cash dividend payments on Russian companies' market capitalization: Event study testing on Russian and world stock exchange. *Audit I finansovyi analiz*. 2008;(2):1-15. (In Russ.) URL: https://www.hse.ru/data/2010/03/04/1235849408/2008_Teplova_T__Dividends_and_market_reaction.pdf (accessed on 16.05.2023)

8. 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. *SSRN Electronic Journal*. 2010. https://doi.org/10.2139/ssrn.1624363

9. Chen D.-H., Liu H.-H., Huang C.-T. The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China. *The Chinese Economy*. 2009;42(1):62-85. https://doi.org/10.2753/CES1097-1475420103

10. Taneem Sh., Yuce A. Information content of dividend announcements: An investigation of the Indian stock market. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*. 2011;10(5):49–58. https://doi.org/10.19030/iber.v10i5.4230

11. Cho J., Greenwood-Nimmo M., Shin Y. The asymmetric response of dividends to earnings news. *Finance Research Letters*. 2023;54:103792. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103792

12. Liu Y, Lee P. Market responses to cash dividends distributed from capital reserves. *Finance Research Letters*. 2022;46(B):102389. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102389

13. Gordon, M. J. The savings investment and valuation of a corporation. *Review of Economics and Statistics*. 1962;44(1):37–51. https://doi.org/10.2307/1926621

14. Kato K., Loewenstein U. The ex-dividend-day behavior of stock prices: The case of Japan. *Review of Financial Studies*. 1995;8(3):817–847. URL: https://www.jstor.org/stable/2962240 (accessed on 16.05.2023)

15. Baker H., Chang M., Ho C.Y. Value of dividend signaling in uncertain times. *International Review of Finance*. 2021;21(4):1419-1440. https://doi.org/10.1111/irfi.12334

16. Rane A. *Dividend policies and its impact on shareholders wealth—A study of Indian corporate sector*. Goa University; 2018. URL: http://irgu.unigoa.ac.in/drs/bitstream/handle/unigoa/5543/rane_a_2018.pdf?sequence=1

17. Uddin M.H., Chowdhury G.M. Effect of dividend announcement on shareholders' value: Evidence from Dhaka Stock Exchange. *Journal of Business Research*. 2005;7(1):61-72.

18. Adesola W.A., Okwong A.E. An empirical study of dividend policy of quoted companies in Nigeria. *Global Journal of Social Sciences*. 2009;8(1):85–101. URL: https://www.ajol.info/index.php/gjss/article/view/79409 (accessed on 16.05.2023)

19. Ling F.S., Mutalip M.L.A., Shahrin A.R., et al. Dividend policy: Evidence from public listed companies in Malaysia. *International Review of business research Papers*. 2008;4(4):208-222. URL: https://eprints.um.edu.my/8601/1/All.pdf (accessed on 16.05.2023)

20. Brockman P., Hanousek J., Tresl J., et al. Dividend Smoothing and Firm Valuation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2022;57(4):1621–1647. https://doi.org/10.1017/S0022109021000673

21. Mahmood Sh., Sheikh M., Ghaffari A. Dividend Announcements and Stock Returns: an Event Study on Karachi Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 2011;3(8):972–981.

22. Ham C., Kaplan Z., Leary M. Do dividends convey information about future earnings? *Journal of Financial Economics*. 2020;136(2):547-570. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.006

23. Zuguang H., Ahmed M.U. Dividend Announcement Effect on Stock Return: An Event Study on Shanghai Stock Exchange. *Second WRI Global Congress on Intelligent Systems*, Wuhan, China. 2010:320-324. https://doi.org/10.1109/GCIS.2010.26.

24. Ali H. Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Financ Res Lett*. 2022;46:102493. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102493

25. Attig N., El Ghoul S., Guedhami O., et al. Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. *Journal of Corporate Finance*. 2021;66:101785. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101785

26. Prakash N., Yogesh L. Market Reaction to Dividend Announcements During Pandemic: An Event Study. *Vision: The Journal of Business Perspective*. 2021; OnlineFirst. https://doi.org/10.1177/09722629211066288

27. Mazur M., Dang M., Vo T.A.T. Dividend Policy and the COVID-19 Crisis. *MPRA Paper*. 2020:108765. URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/108765/1/MPRA_paper_108765.pdf (accessed on 16.05.2023)

28. Berezinets I.V., Bulatova, L.A., Ilina Y.B., et al. *How stock market reacts to dividend surprises: Russian and Indian experience*. St. Petersburg: Graduate School of Management, St. Petersburg State University; 2016. URL: https://dspace.spbu.ru/bitstream/11701/6437/1/3_WP%202016%20Berezinets%20Bulatova%20Ilina%20Smirnov.pdf (accessed on 16.05.2023)

29. Turaev H.R. The influence of dividend payment data on the investment attractiveness and potential investors. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*. 2016;17(13):1505-1528. (In Russ.). https://doi.org/10.18334/rp.17.13.35568

30. Abreu J. F., Gulamhussen M. A. Dividend payouts: Evidence from US bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*. 2013;22:54–65. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.04.001

31. Ball R., Brown P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 1968;6(2):159-178. https://doi.org/10.2307/2490232

32. Andres C., Betzer A., van den Bongard I., et al. Dividend Announcements Reconsidered: Dividend Changes Versus Dividend Surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2011. https://doi.org/10.2139/ssrn.1763201

33. MacKinlay A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*. 1997;35(1):13–39. URL: https://www.jstor.org/stable/2729691 (accessed on 16.05.2023)

34. Andres C., Betzer A., Bongard I., et al. The Information Content Of Dividend Surprises: Evidence From Germany. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2013;40(5-6):620-645. https://doi.org/10.1111/jbfa.12036

35. Amin A.S., Shantanu D., Samir S., et al. Institutional shareholding and information content of dividend surprises: re-examining the dynamics in dividend-reappearance era. *Journal of Corporate Finance.* 2015;31:152-170. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.002.

36. Vieira E.S. Firm-Specific Factors and the Market Reaction to Dividend Change Announcements: Evidence from Europe. *Marmara Journal of European Studies*. 2011;19(1):1-25. https://doi.org/10.29228/mjes.143

Вклад авторов: авторы внесли одинаковый вклад в настоящую статью.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья **была представлена** 06.07.2023; **одобрена после рецензирования** 08.08.2023; **принята для публикации** 14.09.2023.