Федеральное государственное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая школа менеджмента»

**Реакция фондового рынка на дивидендные «сюрпризы»: анализ российского и китайского рынка**

Выпускная квалификационная работа

студентки 4 курса бакалаврской программы, профиль – Финансовый менеджмент

**ПОПОВОЙ Миланы Олеговны**

Изображение выглядит как членистоногое

Автоматически созданное описание

*(подпись)*

Научный руководитель к.э.н. СМИРНОВ Марат Владимирович

*(подпись)*

«31» мая 2022 г.

Санкт-Петербург

2022

**Оглавление**

[Заявление о самостоятельном выполнении курсовой работы 3](#_Toc104840343)

[ВВЕДЕНИЕ 4](#_Toc104840344)

[1 ГЛАВА. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ ПО ТЕМЕ 7](#_Toc104840345)

[1.1 Мотивы дивидендных выплат 7](#_Toc104840346)

[1.1.1 Теория иррелевантности дивидендов 7](#_Toc104840347)

[1.1.2 Сигнальная теория 7](#_Toc104840348)

[1.1.3 Теория свободного денежного потока 8](#_Toc104840349)

[1.1.4 Теория агентских издержек 9](#_Toc104840350)

[1.2 Эмпирические исследования о реакции рынка на объявления о дивидендах 10](#_Toc104840351)

[1.3 Гипотезы исследования 18](#_Toc104840352)

[1.3.1 Гипотезы о направлении реакции рынка на объявления дивидендов 18](#_Toc104840353)

[1.3.2 Гипотезы о факторах реакции рынка на объявления о дивидендах 20](#_Toc104840354)

[2 ГЛАВА. СПЕЦИФИКА ФОНДОВЫХ РЫНКОВ И ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ В РОССИИ И КИТАЕ 28](#_Toc104840355)

[2.1 Характерные черты российского фондового рынка и дивидендных выплат российских компаний 28](#_Toc104840356)

[2.1.1 Структура собственности и информационная прозрачность 28](#_Toc104840357)

[2.1.2 Динамика дивидендных выплат и их регулирование со стороны государства 29](#_Toc104840358)

[2.1.3 Налогообложение доходов от инвестиций в России 34](#_Toc104840359)

[2.1 Характерные черты китайского фондового рынка и дивидендных выплат китайских компаний 34](#_Toc104840360)

[2.2.1 Структура собственности, информационная прозрачность, защита акционеров 34](#_Toc104840361)

[2.2.2 Динамика дивидендных выплат и их регулирование со стороны государства 36](#_Toc104840362)

[2.2.3 Налогообложение доходов от инвестиций в Китае 39](#_Toc104840363)

[ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ 41](#_Toc104840364)

[3.1 Методология анализа событий 41](#_Toc104840365)

[3.2 Описание переменных для регрессионной модели 44](#_Toc104840366)

[3.3 Формирование выборки 48](#_Toc104840367)

[3.4 Анализ описательной статистики 51](#_Toc104840368)

[3.5 Результаты исследования по методологии анализа событий 54](#_Toc104840369)

[3.5.1 Результаты для российского рынка, интерпретация и отраслевой анализ 55](#_Toc104840370)

[3.5.2 Результаты для китайского рынка, интерпретация и отраслевой анализ 61](#_Toc104840371)

[3.6 Результаты регрессионного анализа 67](#_Toc104840372)

[ЗАКЛЮЧЕНИЕ 77](#_Toc104840373)

[Список литературы 81](#_Toc104840374)

[ПРИЛОЖЕНИЯ 86](#_Toc104840375)

# Заявление о самостоятельном выполнении курсовой работы

Я, Попова Милана Олеговна, студентка 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в выпускнй квалификационной работе на тему «Реакция фондового рынка на дивидендные «сюрпризы»: анализ российского и китайского рынка», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 6.3 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «Требования к выполнению выпускной квалификационной курсовой работы устанавливаются рабочей программой учебных занятий», п. 3.1.4 Рабочей программы учебной дисциплины «Выпускная квалификационная работа по менеджменту» о том, что «Обнаружение в ВКР студента плагиата (прямое или контекстуальное заимствование текста из печатных и электронных источников, а также и защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления комиссией по защите выпускных квалификационных работ оценки «незачтено (F)», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

Изображение выглядит как членистоногое

Автоматически созданное описание

29.04.2022

# ВВЕДЕНИЕ

Проблема ценовой реакции рынка на объявления о дивидендах уже много лет является предметом многих исследований в области финансов. С одной стороны, в условиях ассиметричности информации между инвесторами и инсайдерами, дивиденды могут служить сигналом о текущих или будущих денежных потоках компании (Miller, Rock, 1985). Кроме того, они могут стать инструментом сглаживания агентского конфликта: выплаты дивидендов ограничивают денежный поток в руках менеджеров, который мог быть ими инвестирован в неэффективные проекты (Jensen, 1986). Однако несмотря на перечисленные премущества дивидендов, на практике их рост может вызвать ограниченную или даже негативную реакцию, например, в случае, если рынок высоко оценивает возможности роста компании и считает, что она могла бы более рационально распорядиться средствами, вложив их в свое развитие. (Lang, Litzenberger, 1988). Существуют и другие возможные причины той или иной реакции инвесторов на новость о дивидендах: разница в налогообложении налога на прирост капитала и на дивидедндый доход, стадия экономического цикла в стране, общие «настроения» и движения на фондовом рынке и другие. Именно в силу своей неоднозначности изучение феномена ценовой реакции на дивиденды остается актуальным и на сегодняшний день.

В данном исследовании был проведен анализ реакции фондового рынка на новость с «дивидендным сюрпризом», то есть ситуацией, когда объявленный дивиденд оказался больше или меньше консенсус-прогноза аналитиков более чем на 5%. Данный подход является альтернативой «наивному подходу», при котором классификация объявлений на «хорошие» и «плохие» происходит исходя из увеличения ли уменьшения дивидендов относительно выплаты за предыдущий период. «Наивный» подход подвергся критике в литературе в силу того, что он не учитывает новую информацию, поступающую с момента прошлой выплаты на рынок, которая позволяет инвесторам корректировать свои ожидания в отношении текущей выплаты. Альтернативный подход – модель «дивидендных сюрпризов» - оценивает неожиданную составляющую объявления, на которую реагирует рынок, как разницу между объявленным дивидендом и консенсус-прогнозом. Действительно, консесус-прогноз, близкий к дате объявления дивиденда, составляется уже с учетом всей поступившей на рынок информации. Адекватность этого подхода и его преимущества перед «наивным» были эмпирически оценены и описаны в ряде исследовательских работ (Dhillon U., Raman K., Ramirez G. G., 2003), (Andres C. et al., 2013), (Березинец И.В. и др., 2016). В условиях эффективного рынка инвесторы должны мгновенно реагировать на новую информацию, не давая возможности спекулянтам извлечь выгоду на краткосрочных движениях цен; в условиях неэффективного рынка может наблюдаться задержка в реакции на дивидендный сюрприз на несколько дней, что также будет протестировано в данной работе.

Помимо оценки реакции рынка на новость о дивидендах, представляется важным также оценить взаимосвязь данной реакции с рядом факторов – внутренних характеристик компании, а также контекста объявления, то есть состояния рынка, на фоне которого происходит объявление (доходность и волатильность).

В исследовании будут рассмотрены российский и китайский рынки, обладающих характерными чертами развивающихся рынков – слабой защитой прав акционеров, высокой концентрацией собственности, значительным участием государства в публичных компаниях. В то же время на выбранных рынках имеются различия в налогообложении, законодательстве в отношении дивидендов и отраслевой специфике, что позволит изучить феномен реакции на дивиденды в разных институциональных условиях. Актуальность изучения этих двух рынков подтверждает статистика: число частных инвесторов на российском фондовом рынке в период 2018–2020 гг. выросло с 2,2 до 9,9 млн чел., а к 2025 году ожидается рост до 48,2 млн чел. На китайских биржах число инвесторов в 2020г. росло примерно на 1,5 млн новых инвесторов в месяц и достигло 180 млн чел. [[1]](#footnote-1)

Цель данного исследования - оценить направление и факторы реакции развивающихся рынков России и Китая на объявления с «дивидендным сюрпризом».

Для достижения данной цели были поставлены следующие задачи:

1. Ознакомиться с теориями, объясняющими возможную реакцию рынка на объявления о дивидендах
2. Оценить различия в специфике дивидендных выплат китайских и российских компаний
3. Проверить гипотезы о направлении и силе реакции исследуемых рынков на объявления с дивидендными сюрпризами методом анализа событий.
4. Выявить отраслевые особенности реакции на дивидендые сюрпризы для каждого из рынков
5. Построить регрессионную модель и оценить взаимосвязь различных факторов с силой реакции на объявление
6. Интерпретировать полученные результаты с точки зрения принятия/отклонения выдвинутых гипотез и сравнить их с результатами других исследований по теме

В качестве периода для исследования был выбран временной отрезок 2016–2019 гг. исходя из наиболее свежих данных и невключения ряда кризисов (COVID-19, валютный кризис в России 2014–2015 гг., обвал фондового рынка в Китае в 2015 г.). Кроме того, данный период интересен для анализа с точки зрения происходящих в это время событий в каждой из стран.

Данная работа построена следующим образом. В первой главе проводится обзор литературы, посвященной реакции рынка на новость о дивидендах, а также формулируются гипотезы исследования. Во второй главе кратко освещаются институциональные особенности изучаемых рынков. Третья глава посвящена эмпирическому исследованию. В начале описывается методология: техника проведения метода анализа событий и описание переменных для регрессионного анализа. Далее идет часть с процессом формирования выборки и описательной статистикой переменных. Затем представляются результаты метода анализа событий с интерпретацией и отраслевым анализом. Глава завершается обсуждением результататов регрессионного анализа. В заключении работы подводятся итоги всего исследования с возможным применением их на практике.

В качестве источника о консенсус-прогнозах дивидендов использовалась база данных I/B/E/S. Для построения регрессионной модели использовались данные о характеристиках компаний, выгруженные из баз данных Refinitiv Eikon и Bloomberg. Вывод описательной статистики и построение регрессионной модели проводились с помощью инструментария в Stata.

# 1 ГЛАВА. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ ПО ТЕМЕ

## 1.1 Мотивы дивидендных выплат

### 1.1.1 Теория иррелевантности дивидендов

Проблема выбора направления распределения свободного денежного потока давно является одним из важнейших предметов для изучения в области финансов. Одна из ранних работ по этой теме была подготовлена во второй половине 20 века Модильяни и Миллером, в рамках которой авторы заявили, что ценность компании не зависит от решений о распределении свободного денежного потока, в том числе решений о выплате дивидендов.[[2]](#footnote-2) Данное утверждение стало следствием модели, в которой предполагалось соблюдение следующих условий: эффективность рынка (равный для всех инвесторов доступ к информации об акциях компании и ее перспективах), отсутствие брокерских комиссий и прочих транзакционных издержек, отсутствие дифференциации в налогообложении доходов от дивидендов и от прироста капитала. В рамках модели также предполагалось «рациональное поведение» инвесторов, то есть их предпочтение большего богатства меньшему и индифферентность к форме получения богатства (в виде выплат или в виде роста рыночной ценности их акций). Однако авторы подчеркнули, что в реальности данные условия не соблюдаются, что приводит к «эффекту базы клиента», то есть ситуации, когда инвесторы могут отдавать предпочтение той или иной форме получения дохода, например, в силу разницы в налогообложении. [[3]](#footnote-3)Позднее, в работах других авторов были приведены и другие предпосылки для данного эффекта, в том числе поведенческие и социально-демографические.

В связи с тем, что реальность расходится с условиями в модели Модильяни и Миллера, проблематика изучения влияния решений о дивидендах на стоимость компании осталась актуальной и до сих пор остается темой многочисленных исследований.

### 1.1.2 Сигнальная теория

Одна из ключевых теорий, объясняющих мотивы дивидендных выплат, - сигнальная теория о том, что выплата дивидендов, превышающих по размеру предыдущие дивиденды, может служить сигналом для рынка о текущих или будущих доходах компании. (Bhattacharya (1979), John and Williams (1985), and Miller and Rock (1985), Daniels et al., 1997). Согласно этой теории, менеджеры как инсайдеры обладают большей информацией о положении дел в компании, чем внешние инвесторы, и могут отправлять сигналы рынку, отражая свои взгляды на будущую результативность компании. Так, увеличенный дивиденд трактуется как позитивный сигнал и влечет за собой рост цены акций компании, в то время как меньшая величина дивиденда относительно предыдущего будет воспринята рынком в качестве негативного сигнала, и такое объявление приведет к снижению стоимости ценных бумаг эмитента.

Сигнальная роль дивидендов оказывает значительное влияние на дивидендную политику в компаниях, это, в частности, было утверждено эмпирическим путем еще в 1956 г. в работе Джона Линтнера на выборке из 196 дивидендных объявлений. Согласно Линтнеру, принимая решение об изменении размера дивиденда, руководство компании обращает внимание не столько на новый дивиденд, сколько на его разницу с предыдущим (поскольку рынок склонен реагировать на относительную величину выплат, а не абсолютную) и старается избегать значительных изменений. Такой консервативный подход приводит к выраженным закономерностям в дивидендной политике компаний. Так, наблюдается практика изменения дивидендов в конкретный год в меньшем масштабе, чем изменение финансовых показателей. Дальнейшая корректировка в размере выплат проводится в последующие годы, что позволяет стабилизировать распределение дивидендных выплат и минимизировать негативные реакции со стороны инвесторов. [[4]](#footnote-4)

### 1.1.3 Теория свободного денежного потока

Другая теория о мотивах дивидендных выплат была предложена Дженсеном в 1986 г. [[5]](#footnote-5)В своей статье Дженсен утверждал, что в фирме, которая генерирует значительные денежные потоки, за отсутствием выгодных инвестиционных проектов менеджмент может принимать решения об инвестициях в проекты с отрицательной ценностью (например, с отрицательным NPV). В таких случаях распределение «сверхдохода» в виде дивидендов может снизить вероятность неэффективных инвестиций. Данная теория была подтверждена в исследовании Ланга и Литзенберга (1989), которые заключили, что если фирмы переинвестируют (в качестве прокси переинвестирования был использован показатель Tobin’s Q), то увеличение дивидендов при прочих равных ведет к снижению переинвестирования и увеличению рыночной ценности фирмы. Эта теория получила название «теории свободного денежного потока», или «теории переинвестирования».[[6]](#footnote-6)

### 1.1.4 **Теория агентских издержек**

В работе Истербука (1984) была изложена похожая теория, согласно которой в некоторых компаниях получение значительного денежного потока может привести к тому, что менеджмент попытается использовать его часть в своих собственных интересах в связи с проблемой разделения собственности от менеджмента и потенциального «агентского конфликта». Данная проблема в большей степени характерна для компаний с распыленной собственностью, где у акционеров нет мотивации нести высокие издержки на мониторинг действий менеджмента или они перекладывают ответственность за мониторинг на других («проблема безбилетника»). В результате менеджмент находится в условиях слабого контроля, создаются предпосылки для оппортунистического поведения. В этом случае высокие дивидендные выплаты могут стать инструментом, ограничивающим денежный поток, доступный менеджерам, а значит, могут снизить вероятность присвоения части доходов компании лицами на руководящих должностях. Из этой теории следует, что новость об увеличении дивидендов, вероятно, должен вызывать положительный эффект на цену акций компании. [[7]](#footnote-7)

Подводя итог по всем упомянутым теориям, можно сделать вывод, что в условиях реального мира новость об увеличении дивидендов, скорее всего, будет воспринята инвесторами позитивно, так как, во-первых, может быть сигналом со стороны менеджеров об устойчивых денежных потоках в будущем, а во-вторых, увеличение дивидендов приведет к ограничению свободных средств в руках менеджеров, которые могли быть истрачены на проекты с отрицательным NPV либо использованы в личных интересах менеджмента.

Рассмотрим, как данное теоретическое заключение соотносится с практикой, то есть с результатами эмпирических исследований, проведенных на реальных компаниях.

## 1.2 Эмпирические исследования о реакции рынка на объявления о дивидендах

В таблице 1 сведены результаты исследований реакции российского и китайского рынков на объявления о дивидендах. Результаты различаются в зависимости от периода исследования: это связано с общей экономической ситуацией в стране в том или ином периоде, а также с изменением регулирования дивидендных выплат со стороны государства.

1. Результаты исследований реакции рынков на новость о дивидендах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Исследование | Прокси для дивидендного сюрприза | Период наблюдений | Реакция на «позитивный сюрприз» | Реакция на «негативный сюрприз» |
| **Россия** | | | | |
| Теплова Т., 2008 | Изменение дивиденда | 1996-2006гг. | Негативная  (исключение: нефтегазовый сектор) | Негативная  (исключение: компании с высокими инвестиционными возможностями) |
| Теплова Т., 2011 | Изменение дивиденда | 2008-2010гг. | Не получено значимых результатов | Положительная |
| И.В.Березинец, Л.А.Булатова, Ю.Б.Ильина, М.В.Смирнов, 2015 | Изменение дивиденда | 2010-2012гг. | Негативная | Негативная |
| И. Березинец, Ю. Ильиной, М.Смирнова и Л.Булатовой, 2017 | Ошибка прогноза | 2010-2014гг. | Негативная  (исключение: нефтегазовый сектор и utilities) | Негативная |
| А. Филиппов, О.Сибанов, 2019 | Ошибка прогноза | 2006-2015гг. | Позитивная | Не получено значимых результатов |
| **Китай** | | | | |
| Dar-Hsin Chen, Hsiang-Hsi Liu, and Cheng-Ting Huang, 2009 | Изменение дивиденда | 1999г. | Негативная | Позитивная |
| Dar-Hsin Chen, Hsiang-Hsi Liu, and Cheng-Ting Huang, 2009 | Изменение дивиденда | 2000-2004гг. | Позитивная | Позитивная |
| Hu Zuguang, 2010 | Изменение дивиденда | 2005-2009гг. | Позитивная | Не получено значимых результатов |

Рассмотрим более подробно историю развития эмпирических исследований по данной теме.

Одно из самых ранних исследований, тестирующих реакцию рынка на объявления о дивидендах, было проведено в 1980 г. на 384 наблюдениях на американском рынке. Была зафиксирована избыточная доходность в день объявления в размере 0,36% в случае роста дивидендов и -1,13% в случае их снижения.[[8]](#footnote-8)

В более поздней работе 1995 года П.С. Йун и Л.Т. Старкс также нашли подтверждение сигнальной теории на американском рынке, при этом отметив, что объявления о снижении дивидендов влекли за собой более выраженную реакцию (измеренную с помощью показателя накопленной избыточной доходности), нежели объявления об увеличении дивидендов. Авторы также обнаружили, что после объявления фирм о снижении дивидендов аналитики склонны корректировать свои прогнозы о прибыли компаний в меньшую сторону, в то время как их прогнозы после объявления об увеличении дивидендов не отличаются от сделанных ранее.[[9]](#footnote-9) Это соотносится с результатами исследования Уортера В. А. (1994), в котором автор заключает, что дивиденды склонны иметь большую информацию, когда они уменьшаются, нежели в случае их роста. В его модели только «худшие» компании (наименее прибыльные) снижали размер дивидендов, в то время как большинство компаний склонны поддерживать выплаты на одном уровне либо постепенно увеличивать их.[[10]](#footnote-10)

Одно из ранних исследований было проведено в 1996 г. на другом развитом рынке – Великобритании (Lonie A. et al, 1996)[[11]](#footnote-11). На выборке британских компаний также были обнаружены ценовые эффекты после объявлений о дивидендах в соответствии с сигнальной теорией. Кроме того, авторы обнаружили, что средняя избыточная доходность за день до объявления была статистически значимой, что говорит о том, что по крайней мере на момент 1991 г. британский фондовой рынок нельзя было назвать эффективным.

В исследовании, проведенном на рынке Германии на 200 компаниях в период с 1988 по 1992 гг., также была получены отрицательная избыточная доходность в случае снижения дивидендов, и позитивная – в случае увеличения, при этом значения AR были значимы и за день до объявления тоже.[[12]](#footnote-12)

В то же время не все исследования, проведенные для развитых рынков, демонстрируют одинаковые результаты. Так, например, в относительно свежей работе (Karim M., 2010) на выборке компаний, залистингованных на бирже LSE, были получены результаты, противоречащие сигнальной теории: в период с 2006 по 2008 гг. инвесторы положительно воспринимали новость об уменьшении дивидендов и отрицательно – новость об их увеличении. Автор предположил, что такой неожиданный результат связан с тем, что исследование проводилось на периоде, который характеризовался кризисом, новость об уменьшении дивидендов могла свидетельствовать о потенциале компании в отношении инвестиций в эффективные проекты, а новость об увеличении дивидендов – об отсутствии такого потенциала в условиях кризиса.[[13]](#footnote-13)

Если сначала исследования проводились в основном на развитых рынках – США, Великобритании, европейских странах – то со временем появились работы, анализирующие эффект дивидендных объявлений в развивающихся странах. Такие работы представляют особый интерес в силу особых институциональных условий, характерных для большинства развивающихся рынков: высокая степень концентрации собственности, слабое законодательство в отношении защиты прав миноритариев, значительная степень информационной асимметрии, а также, как правило, активное участие государства в публичных компаниях.

В частности, в исследованиях для российского рынка были получены разные результаты относительно сигнальной роли дивидендов в зависимости от периода. Так, например, исследование Тепловой Т., проведенное на временном отрезке 1996-2006гг., показало, что увеличение дивидендов вызывает негативную реакцию российского фондового рынка. [[14]](#footnote-14)В выборку исследования вошли наиболее развивающиеся на выбранном периоде компании, соответственно, полученный результат можно объяснить «теорией свободного денежного потока», связывающей инвестиционные возможности компании и реакцию на ее дивиденды. Автор также отметила, что на зарубежных рынках негативная реакция была более выраженной, то есть западные инвесторы ожидают более высоких инвестиций и негативно воспринимают увеличение денежных выплат. На новость о снижении дивидендов рынок также реагировал негативно. Кроме того, для нефтегазовых компаний был получен результат, противоположный среднему по выборке: в компаниях этого сектора новость о росте дивидендов воспринималась позитивно. Автор предполагает, что это связано с восприятием нефтегазовых игроков как «дойных коров», которые могут себе позволить увеличивать дивиденды, не урезая при этом инвестиции в развитие. Дополнительно был проведено отдельное “event study” для подвыборки компаний с высокими инвестиционными возможностями и наличием финансовых ограничений: снижение дивидендов в таких компаниях влекло за собой четко выраженную позитивную реакцию, а увеличение дивидендов – негативную реакцию.

В более позднем исследовании Тепловой рассматривалось поведение цен акций в кризисный период, а именно объявления дивидендов 2008-2010 гг. [[15]](#footnote-15)Была зафиксирована уже положительная реакция на новость о снижении дивидендов в этот период, так как рынок «...рассматривает тактику поддержания денежной ликвидности как позитивный сигнал о возможности сохранить устойчивость». При этом негативный эффект объявления о росте дивидендов для компаний с высокими возможностями роста, обнаруженный ранее, в кризисный период только усилился.

В посткризисный период 2010-2012 гг. результаты аналогичного исследования (Березинец И.В. и др., 2015)[[16]](#footnote-16)оказались схожи с результатами для докризисного периода (Теплова, 2008), а именно рынок негативно реагировал как на новость о росте дивидендов, так и на новость об их сокращении. Авторы предполагают, что увеличение выплат могло восприниматься как сигнал об отсутствии инвестиционных возможностей в посткризисный период, который можно охарактеризовать как этап восстановительного роста экономики России. Другой причиной такой реакции, по мнению авторов, могла быть высокая концентрация собственности в доминирующей отрасли в выборке – электроэнергетической – и новость о росте дивидендов воспринималась инвесторами как попытка вывести доходы компании в руки контролирующих акционеров для реализации их личных интересов. В исследовании делается вывод о том, что в период экономического роста в стране компаниям следует придерживаться стабильного минимального размера выплат, чтобы одновременно были возможности для инвестиций и сдерживания конфликта между мажоритарными и миноритарными акционерами.

Также стоит отметить исследование Роговой и Бердниковой (2015), в котороам авторы тестировали реакцию рынка на дивиденды на широком периоде 2009-2013гг. Они обнаружили, что российский рынок негативно реагирует на новость об увеличении дивидендов и позитивно - на новость об их снижении. Авторы связали это с тем, что по всей видимости, для инвестирующих в российские компании важнее «будущий доход от инвестиционной деятельности, нежели текущий – от дивидендов». При этом для нефтегазовой отрасли негативная реакция на увеличение дивидендов меньше, так как компании этого сектора традиционно считают «дойными коровами». Для химической промышленности и компаний, добывающих полезные ископаемые (кроме топливно-энергетических), наоборот, была зафиксирована очень выраженная негативная реакция на новость об увеличении дивидендов, так как эт отрасли в наблдаемый пеиод демонстрировали быстрый рост.

Отдельно рассмотрим аналогичные исследования, проведенные для китайского рынка, который также, как и российский рынок, войдет в фокус данного исследования.

Одно из ранних исследований на выборке китайских акций было проанализровано два периода – 1999 г. и 2000-2004гг.[[17]](#footnote-17) 1999 год в Китае характеризовался довольно низким уровнем дивидендных выплат, и основным источником дохода инвесторов был доход от прироста капитала, поэтому была обнаружена положительная реакция на новость о снижении дивидендов, и отрицательная – на новость об их увеличении. В 2001г. в Китае были введены меры государства[[18]](#footnote-18), стимулирующие дивидендные выплаты, и их средний уровень значительно возрос, так что дивиденды стали еще одним важным источником дохода для инвесторов. Это отразилось в результатах исследования для той же выборки на отрезке 2000-2004гг.: в этот период рынок реагировал позитивно на объявления о дивидендах любого характера. Примечательно, что авторы отдельно проводили событийный анализ для разных бирж – Шанхайской и Шеньженьской, и не обнаружили сильных различий в поведении инвесторов.

В более позднем исследовании (Hu Zuguang, 2010) на выборке компаний с Шанхайской биржи, проведенном на временном отрезке 2005-2009гг. был получен аналогичный результат для новости о росте дивидендов, однако для случая новости о снижении дивидендов не было обнаружено значимых значений сверхдоходности, был сделан вывод об отсутствии информативного наполнения такой новости для инвесторов на Шанхайской биржи. Также был обнаружен более выраженный положительный эффект на новость о росте дивидендов с наличием большого изменения дивидендов (более чем на 50% в сравнении с предыдущим периодом). [[19]](#footnote-19)

Во всех вышеперечисленных научных работах в качестве прокси для неожиданного элемента объявления о дивидендах, в связи с которым возникает та или иная реакция, рассматривалась разница между объявленным дивидендом и дивидендом за предыдущий период. Такой подход в литературе называют «наивной моделью», однако есть и другой подход, а именно «модель дивидендных сюрпризов». В этом подходе предполагается, что до объявления рынку становится доступна новая информация, которая в той или иной степени, в зависимости от уровня эффективности рынка, отражается в ценах акций, а также в прогнозах аналитиков по поводу ожидаемого размера дивиденда. Следовательно, «неожиданностью» в объявлении о дивидендах скорее является разница фактически объявленного дивиденда в сравнении с ожидаемым, а не с предыдущим дивидендом.

Последователями альтернативного подхода «дивидендных сюрпризов», например, являются Йун и Старкс, которые в своем исследовании заявили, что наивная модель отличается высокой предвзятостью и «нереалистична, так как эта модель не учитывает самые недавние ожидания относительно дивидендов» (1995).[[20]](#footnote-20) По сути, наивная модель не позволяет провести границу между ожидаемыми и неожиданными изменениями в дивидендах.

Одними из первых результативность такого подхода эмпирически подтвердили У. Диллон, К. Раман и Г. Рамирез в статье 2003 года.[[21]](#footnote-21) Авторы использовали базу прогнозов дивидендов от финансовой исследовательской фирмы Value Line для формирования выборки из 5511 наблюдений. Было посчитано, что классификация объявлений по принципу наивной модели приводит к некорректной интерпретации примерно трети всех объявлений, в частности, исключение объявлений дивидендов без изменений влечет за собой исключение большого числа дивидендных сюрпризов. В ходе исследования авторы сделали ряд выводов в пользу использования ошибки прогноза в качестве прокси дл измерения «сюрприза». Во-первых, результаты данной модели получились статистически значимыми и подтвердили сигнальную теорию: в ситуации, когда дивиденд оказывался выше прогнозного, была зафиксирована положительная реакция, в ситуации, когда дивиденд оказывался ниже ожидаемого – негативная реакция, а при соответствии фактического дивиденда прогнозному – реакция была незначима. Во-вторых, авторы обнаружили более выраженную рыночную реакцию на дивидендные сюрпризы, нежели на изменение дивидендов, а также обнаружили, что даже в ситуации, когда дивиденд остается неизменным, данное объявление все равно содержит информацию для рынка, если этот дивиденд отличается от прогноза. Наконец, в-третьих, авторы обнаруживают положительную взаимосвязь между дивидендными сюрпризами и сюрпризами по прибыли в дальнейшем: сюрпризы по прибыли в среднем позитивнее, если объявленные перед этим дивиденды превзошли ожидания рынка и в среднем негативнее, если объявленные дивиденды, наоборот, не оправдали ожиданий.

К похожим выводам пришел К. Андрес и его соавторы в 2013 году в ходе исследования дивидендных объявлений на немецком рынке. [[22]](#footnote-22)Авторы выявили, что из 500 наблюдений с объявлениями о росте дивидендов меньше половины представляют собой «позитивный сюрприз», то есть случай, когда объявленный дивиденд превышает консенсус-прогноз аналитиков (в качестве источника такого прогноза авторы использовали базу I/B/E/S). После проведения событийного анализа ученые регрессировали полученные значения CAAR с переменной изменения дивиденда и переменной «сюрприза», то есть величины различия с прогнозом. В результате регрессионного анализа не было выявлено значимой взаимосвязи изменения дивиденда в зависимой переменной, в то время как переменная, отвечающая за величину «сюрприза», оказалась очень значимой. Авторы заключили, что модель, измеряющая величину сюрприза как ошибку прогноза, превосходит «наивную модель».

Впоследствии новый подход стал все чаще применяться в исследованиях реакции рынка на дивиденды. Так, в работе И. Березинец, Ю. Ильиной, М.Смирнова и Л.Булатовой (2017) исследовались дивидендные объявления в период с 2010 по 2014 гг. на российском и индийском рынках. [[23]](#footnote-23)Были получены статистически значимые результаты: российский рынок в среднем негативно реагировал как на «позитивные», так и на «негативные» сюрпризы, в то время как индийский рынок положительно реагировал на «позитивные» сюрпризы и отрицательно – на «негативные» сюрпризы и ситуации без «сюрпризов», то есть ситуации соответствия прогнозного дивиденда фактическому. Возможное объяснение негативной реакции на «позитивный сюрприз», которое приводят авторы – «подозрительное» отношение инвесторов к агрессивной дивидендной политике компаний в посткризисный период (в том числе к «позитивно-агрессивной» политике). Среди прочих возможных факторов авторы приводят общее пессимистичное настроение на рынке и недоверие к финансовой системе. Кроме того, отдельный анализ компаний нефтегазового сектора и сектора “utilities” показал, что для них реакция на позитивный сюрприз была положительной.

Еще одно исследование с применением модели «сюрпризов» на российском рынке было проведено А. Филипповым и О. Сибановым на временном отрезке 2006-2015гг. В отличие от предыдущих исследований, авторы используют в качестве источника прогнозов не базу I/B/E/S Thomson Reuters, а Bloomberg. В результате авторы обнаружили положительную реакцию на объявления о «позитивных» дивидендных сюрпризов. Противоречие полученных результатов с предыдущими работами авторы объяснили неидентичностью выборок исследований, а также выбором другого источника для данных о прогнозах.[[24]](#footnote-24)

В таблице 1 сведены результаты исследований реакции российского и китайского рынков на объявления о дивидендах. Результаты различаются в зависимости от периода исследования: это связано с общей экономической ситуацией в стране в том или ином периоде, а также с изменением регулирования дивидендных выплат со стороны государства.

1. Результаты исследований реакции рынков на новость о дивидендах

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Исследование | Прокси для дивидендного сюрприза | Период наблюдений | Реакция на «позитивный сюрприз» | Реакция на «негативный сюрприз» |
| **Россия** | | | | |
| Теплова Т., 2008 | Изменение дивиденда | 1996-2006гг. | Негативная  (исключение: нефтегазовый сектор) | Негативная  (исключение: компании с высокими инвестиционными возможностями) |
| Теплова Т., 2011 | Изменение дивиденда | 2008-2010гг. | Не получено значимых результатов | Положительная |
| Рогова, Бердникова, 2015 | Изменение дивиденда | 2009–2013 | Негативная (менее негативная для нефтегазового сектора) | Положительная |
| И.В.Березинец, Л.А.Булатова, Ю.Б.Ильина, М.В.Смирнов, 2015 | Изменение дивиденда | 2010-2012гг. | Негативная | Негативная |
| И. Березинец, Ю. Ильиной, М.Смирнова и Л.Булатовой, 2017 | Ошибка прогноза | 2010-2014гг. | Негативная  (исключение: нефтегазовый сектор и utilities) | Негативная |
| А. Филиппов, О.Сибанов, 2019 | Ошибка прогноза | 2006-2015гг. | Позитивная | Не получено значимых результатов |
| **Китай** | | | | |
| Dar-Hsin Chen, Hsiang-Hsi Liu, and Cheng-Ting Huang, 2009 | Изменение дивиденда | 1999г. | Негативная | Позитивная |
| Dar-Hsin Chen, Hsiang-Hsi Liu, and Cheng-Ting Huang, 2009 | Изменение дивиденда | 2000-2004гг. | Позитивная | Позитивная |
| Hu Zuguang, 2010 | Изменение дивиденда | 2005-2009гг. | Позитивная | Не получено значимых результатов |

## 1.3 Гипотезы исследования

1.3.1 Гипотезы о направлении реакции рынка на объявления дивидендов

Согласно теоретическим концепциям, рассмотренным ранее в первой главе, можно ожидать, что рынок будет реагировать положительно на новость с позитивным дивидендым сюрпризом, так как, во-первых, данная новость может быть сигналом со стороны фирмы об устойчивых денежных потоках в будущем, особенно с учетом более высокой потребности в сигналах на развивающихся рынках по сравнению с развитыми. Во-вторых, более высокие дивиденды приведут к большему ограничению свободных средств в руках менеджеров, которые в противном случае могли бы потенциально быть потрачены на проекты с отрицательным NPV (в соответствии с теорией свободного денежного потока) либо использованы в личных интересах менеджмента (в соответствии с теорией агенстких издержек). Аналогично для обратного случая, то есть для новости с негативным дивидендным сюрпризом, ожидается, что реакция будет отрицательной, в силу перечисленных выше теоретических концепций.

В ходе обзора эмпирических работ в предыдущей главе было выявлено, что в большинстве исследований гипотезы о направлении ценовой реакции на дивиденды были сформулированы аналогичным образом. Расхождения теории с эмпирическими результатами авторы работ, как правило, объясняют особенностями выборки и периода исследования. Выбранный для анализа период 2016–2019 гг. для обеих стран – России и Китая – характеризовался устойчивым ростом ВВП, данный период нельзя назвать кризисным. Исключение составляет только 2016 год в России, когда страна начала выходить из стадии рецессии на фоне падения цен на нефть и геополитических событий в стадию стагнации (ВВП снизился на 0,6%). Кроме того, в течение выбранного периода не было произведено знчительных изменений в законодательстве в отношении дивидендов (новая норма выплат в 50% для госкомпаний в РФ начала действовать как раз начиная с в 2016 г.), то есть правовые условия оставались стабильными в течение данного периода.

В связи с этим ожидается, что теоретические доводы относительно поведения цен в период объявления дивидендов окажутся справедливыми для выбранного временного отрезка.

***Гипотеза 1.*** *Новость о «позитивном» дивидендном сюрпризе приведет к положительной реакции рынка, то есть положительной накопленной избыточной доходности в окне события после объявления.*

Под «позитивным» сюрпризом в данном случае имеется в виду ситуация, когда объявленный дивиденд превышает консенсус-прогноз более чем на 5%.

***Гипотеза 2.*** *Новость о «негативном» дивидендном сюрпризе приведет к отрицательной реакции рынка, то есть отрицательной накопленной избыточной доходности в окне события после объявления.*

Под «негативным» сюрпризом в данном случае имеется в виду ситуация, когда объявленный дивиденд оказался ниже консенсус-прогноза более чем на 5%.

### 1.3.2 Гипотезы о факторах реакции рынка на объявления о дивидендах

#### 1.3.2.1 Факторы, характеризующие степень информационного наполнения дивидендов

Согласно сигнальной теории, описанной выше, менеджеры обладают большей информацией о внутреннем положении дел в компании по сравнению с инвесторами-аутсайдерами, и новость о дивидендах может служить дополнительным сигналом рынку о текущих или будущих денежных потоках в компании. (Bhattacharya (1979), John and Williams (1985), and Miller and Rock (1985), Daniels et al., 1997). Соответветственно разумно предположить, что чем больше асимметрия между инсайдерами и аутсайдерами в компании, тем больше информационное наполнение дивидендов, и, следовательно, тем сильнее будет реакция рынка на соответствующий сигнал.

В литературе приводится несколько возможных прокси-переменных для оценки информационной асимметричности в компании. Так, например, в исследовании Хоу И. М. и Ким У. С. (1991) авторы оценивают информационную ассиметричность через размер компании, измеренный рыночной капитализацией.[[25]](#footnote-25) Они обнаруживают значимую негативную взаимосвязь между размером компании и величиной сверхдоходности вокруг объявления о дивидендах. Иными словами, чем крупнее компания, тем в среднем будет меньше реакция на новость об изменении ее дивидендов. Действительно, в крупных компаниях зачастую уровень раскрытия информации выше, а значит, потребность в сигнале со стороны компании не так велика, как в небольших фирмах. Аналогично в работе Баджадж М. и Виджх А. М. (1990) эмпирически доказывается, что ценовая реакция на дивиденды, более выраженная для небольших фирм (размер фирмы также измеряется рыночной ценностью компании).[[26]](#footnote-26)

***Гипотеза 3.*** *Рынок будет тем сильнее реагировать на «дивидендный сюрприз», чем меньше размер компании.*

Другая прокси-переменная для оценки степени информационной асимметричности – ошибка прогноза (forecast error). В исследовании Беста Р. Дж. и Беста Р. У. (2001) авторы выдвигают гипотезу о том, что большая величина ошибки прогноза аналитиков подразумевает большую неопределенность в отношении будущих показателей деятельности компании.[[27]](#footnote-27) В условиях высокой неопределенности сигнальная роль дивидендов растет, что было подтверждено авторами эмпирически: новость о росте дивидендов содержит больше информации (то есть демонстрирует более высокие значения сверхдоходности) для фирм, в отношении которых аналитики наименее точны при прогнозировании прибыли. Любопытно, что авторы также обнаруживают связь объявлений о дивидендах и будущих ошибках прогноза прибыли: сверхдоходность фирм, чья реализованная прибыль в следующем финансовом году превысит прогнозы, значительно больше, чем средняя сверхдоходность для фирм, фактическая прибыль которых в будущем оказывается ниже прогнозов. Это говорит о том, что объявления об изменении дивидендов могут содержать информацию для рынка о будущих прибылях.

В данной работе будет проанализирована связь реакции на дивиденды с предшествующей объявлению о дивидендах «ошибкой прогноза» прибыли, которая выступает в качестве прокси для степени ассиметрии информации между инсайдерами и внешними инвесторами.

***Гипотеза 4.*** *Рынок будет тем сильнее реагировать на «дивидендный сюрприз», чем больше была зафиксирована «ошибка прогноза» прибыли для компании, предшествующая объявлению дивидендов.*

Степень информационного наполнения может также характеризоваться величиной «сюрприза». В ранее упомянутой статье Bajaj and Vijh (1990) авторы измеряют величину «дивидендного сюрприза» через процентное изменение дивидендов и обнаруживают, что эот показатель положительно взаимосвязан с ценовой реакцией на новость о дивидендах. В работе E.Viera (2011) автор приходит к похожему выводу: сильное процентное изменение дивидендов в меньшую сторону уменьшает вероятность, что рынок отреагирует позитивно на объявление о снижение дивидендов. [[28]](#footnote-28)

Помимо относительного изменения дивидендов, величину «сюрприза» также можно измерять ошибкой прогноза дивидендов; именно исходя из такой трактовки сюрприза проводится классификация новостей на позитивные и негативные в данном исследовании. Включение двух этих показателей в модель: величина относительного изменения дивиденда и ошибка прогноза позволят оценить, какая прокси является лучшей для оценки «сюрприза».

***Гипотеза 5.*** *Рынок будет тем сильнее реагировать на «дивидендный сюрприз», чем больше величина «дивидендного сюрприза» в компании.*

Кроме того, рынок может оценивать новость о дивидендах как сигнал об устойчивости предшествующего изменения прибыли. Так, в исследовании Коха А. С. и Сина А. Х. (2004) авторы тестируют гипотезу о том, что изменения дивидендов побуждают инвесторов пересмотреть свои ожидания в отношении устойчивости прошлых изменений прибыли.[[29]](#footnote-29) Результаты исследования на американских компаниях позволяют принять данную гипотезу: при условии, что изменение дивидендов следует за изменением прибыли того же знака, чем больше изменение прибыли, тем сильнее реакция на изменение дивидендов впоследствии. Таким образом, информационное наполнение новости о дивидендах зависит от предыдущего изменения прибыли.

К похожим выводам о взаимосвязи новостей о прибыли и о дивидендах приходят авторы другого исследования (A.A. Lonie и др., 1996).[[30]](#footnote-30) Исследование на выборке британских компаний показало, что для случая увеличения дивидендов положительная реакция рынка была сильнее, если прибыль компания тоже увеличилась; а для случая снижения дивидендов негативная реакция была сильнее, если прибыль компании уменьшилась. Таким образом, новость о дивидендах является более сильным сигналом в случаях, когда она подтверждает новость об изменении прибыли.

***Гипотеза 6.*** *Рынок будет сильнее реагировать на «дивидендный сюрприз», если он будет того же направления (знака), что и изменение прибыли за тот же период, по итогам которого объявляетя двиденд.*

#### 1.3.2.2 Факторы, характеризующие инвестиционные возможности компании

В 1986г. Дженсен утверждал, что фирма со значительным денежным потоком склонна «переинвестировать», то есть осуществлять чрезмерные инвестиции, в том числе принимая инвестиционные проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью. Для таких фирм увеличение дивидендов может стать инструментом ограничения переинвестирования и привести к росту ценности фирмы, уменьшение же дивидендов будет иметь обратный эффект. В 1989 году Ларри Ланг и Роберт Литценберг [[31]](#footnote-31) нашли подтверждение теории «переинвестирования» («the overinvestment hypothesis») на эмпирических данных: они установили, что в среднем доходность в день объявления об увеличении дивидендов значительно больше для фирм, склонных к переинвестированию (прокси для переинвестирования – значение показателя Tobin’s Q меньше 1).

Помимо Tobin’s Q в исследованиях также используется показатель P/BV или отношение рыночной цены к балансовой цене акций для маркировки компаний, для которых характерно переинвестирование. К примеру, в работе (Veira, 2011) автор обнаружил, что при увеличении показателя P/BV как индикатора инвестиционных возможностей растет вероятность, что рынок негативно отреагирует на рост дивидендов, что соотносится с теорией Дженсена (1986).

***Гипотеза 7 (а).*** *Реакция рынка на позитивный «дивидендный сюрприз» будет тем лучше, чем меньше у компании инвестиционных возможностей.*

***Гипотеза 7 (б).*** *Реакция рынка на негативный «дивидендный сюрприз» будет тем хуже, чем меньше у компании инвестиционных возможностей.*

#### 1.3.2.3 Факторы, характеризующие наличие «эффекта клиентской базы»

Модильяни и Миллер (1974), Блэк и Шоулз (1974), Элтон и Грубер (1970) были одними из первых отметили, что некоторые инвесторы могут предпочитать дивидендный доход доходу от прироста капитала в силу налоговых или институциональных причин. )[[32]](#footnote-32). Впоследствии эта идея стала называться в литературе как «эффект клиентской базы» («clientele effect»). Согласно этой теории, в условиях разного налогообложения дохода от прироста капитала и дивидендов для разных групп инвесторов, создаются предпосылки для формирования предпочтений в пользу того или иного дохода: группы инвесторов с более низкой ставкой налога на дивиденды по сравнению с налогом на прирост капитала выбирают акции с более высокой дивидендной доходностью, в то время как группы инвесторов с налоговым предпочтением дохода от курсовой динамики акций предпочитают акции с низкой дивидендной доходностью.

Данная теория часто упоминается в работах, посвященных реакции рынка на объявления дивидендов, для объяснения взаимосвязи ценовой реакции и дивидендной доходности. Например, в работе Bajaj and Vijh (1990), выдвигается предположение о том, что инвесторы в фирмах с низкой дивидендной доходностью будут воспринимать рост дивидендов негативно, в то время как инвесторы в компаниях с высокой дивидендной доходностью, которые больше ценят дивиденды чем доход от прироста капитала, будут реагировать позитивно. Авторы эмпирически подтверждают наличие положительной взаимосвязи между ценовой реакцией на дивидендные изменения и величиной дивидендной доходности в компаниях. Результат интерпретируется исходя из теории клиента.

На исследуемых в данной работе рынках Китая и России тоже можно выделить группы, которые с точки зрения налогов будут отдавать предпочтение тому или иному виду дохода. В России “стратегические инвесторы” (владеющие не менее 50% капитала плательщика дивидендов не менее года) не облагаются налогом на дивидендный доход и, следовательно, могут отдавать предпочтение именно такому доходу. Аналогично нерезиденты в РФ облагаются ставкой в 15% при получении дивидендного дохода от российских компаний, и в 30% - от дохода с продажи акций, что также дает им основания предпочитать акции с высокой дивидендной доходностью. В Китае прирост стоимости акций вообще не облагается налогом в отличии от дивидендов, поэтому инвесторы могут быть больше заинтересованы в акциях роста, нежели в дивидендных акциях; это не касается только инвесторов, владеющих акциями сроком более года - для них дивиденды тоже не облагаются налогом, и поэтому они могут быть индифферентны к виду получаемого дохода с точки зрения налогообложения.

Помимо налоговых выгод, есть и другие обоснования “эффекта клиентской базы”. Так, например, в работе Х. Шефрина и М. Статмена (1984) обосновывается теория самоконтроля (“self-control”): розничные инвесторы хотят ограничить свои траты, откладывая средства на долгосрочную перспективу, и могут настраивать объем допустимого извлечения вложений через дивидендную доходность активов.[[33]](#footnote-33) Кроме того, авторы связывают “эффект клиентской базы” с неприязнью к сожалению: инвесторы испытывают больше сожаления при продаже акций чем при тратах дивидендов, поэтому склонны потреблять именно на доход от дивидендов нежели чем на доход от прироста капитала. В работе Д. Грэхэма и А. Кьюмара (2004) авторы также находят другие факторы, связанные с “эффектом клиентской базы”: эмпирически выявляется, что предпочтение дивидендной доходности растет с увеличением неприязни к риску и возрастом и уменьшается по мере снижения дохода. [[34]](#footnote-34)

“Эффект клиентской базы” был протестирован и на одном из рынков, исследуемых в данной работе, - в Китае. Исследование 2020 года выявило, что за три дня до экс-дивидендной даты цены акций стремительно растут , так же как и объем торгов, в то время как в день экс-дивидендной даты наблюдается противоположная динамика. Это противоречит объяснению “эффекта клиентской базы” с точки зрения налогов, поскольку в Китае налог на прирост капитала отсутствует, и у инвесторов должно быть предпочтение в пользу этого дохода. В связи с этим авторы связывают предпочтение дивидендов со стороны китайских инвесторов с поведенческими теориями: теорией самоконтроля, сожаления, а также взаимосвязью с возрастом и уровнем дохода инвесторов.[[35]](#footnote-35)

***Гипотеза 8.*** *Ценовая реакция на дивидендные сюрпризы будет расти по мере роста дивидендной доходности компании в связи с наличием “эффект клиентской базы”*

#### 1.3.2.4 Факторы, характеризующие влияние контекста

В 1999 году П. Веронеси была предложена модель равновесия, согласно которой в периоды высокой неопределенности инвесторы склонны реагировать более выраженно на новости. Например, если плохая новость объявляется во время хороших времен (подъема рынка), это повышает неуверенность инвесторов в будущих перспективах фирмы, которая закладывается в ставку дисконтирования денежных потоков, и усугубляет корректировку цен акций в сторону снижения.[[36]](#footnote-36)

В исследовании Д.Докинга и П.Коша эмпирически обнаруживают, что инвесторы действительно чувствительны к общим движениям на рынке: так, объявления о дивидендах вызывают большую ценовую реакцию, когда природа новости (позитивная или негативная) идет вразрез с направлением движения рынка во времена неопределенности. Например, объявления о снижении дивидендов провоцируют более выраженное снижение цен акций, если накануне доходность рынка была высокой и волатильной. [[37]](#footnote-37)

***Гипотеза 9 (а).*** *Ценовая реакция на позитивные дивидендные сюрпризы будет больше, еси накануне на рынке наблюдалась доходность ниже среднего.*

***Гипотеза 9 (б).*** *Ценовая реакция на негативные дивидендные сюрпризы будет хуже, еси накануне на рынке наблюдалась доходность выше среднего.*

***Гипотеза 10.*** *Ценовая реакция на дивидендные сюрпризы будет более выраженной в периоды волатиельности выше среднего и менее выраженной - в периоды волатиельности ниже среднего.*

#### 1.3.2.5 Фактор контроля государства

Государство нуждается в денежном потоке для пополнения бюджета, который может обеспечить доход от дивидендов компаний с госучастием. В России в последние годы Правительство активно стимулирует госкомпании выплачивать высокие дивиденды, постепенно повышая требуемую норму выплат (с 2016г. действует норма в 50% от чистой прибыли по МСФО). В исследовании Полугодиной и Репина (2009) на данных российских компаний за период с 2000 по 2007 год было выявлено, что увеличение доли акций во владении менеджеров и корпоративных инвесторов приводит к уменьшению дивидендов, а концентрация собственности у государства, напротив, приводит к увеличению дивидендных выплат.

В Китае отсутствует минимальная норма выплат для госкомпаний. Тем не менее, в ряде исследований (Ванг Х. и др., 2010, Вэй Д. и др., 2004) было выявлено, что компании, контролируемые государством в Китае, в среднем платят более высокие денежные дивиденды, чем компании, не контролируемые государством. [[38]](#footnote-38) [[39]](#footnote-39) Авторы исследований связывают это с потребностью государства в средствах для пополнения бюджета и решением агентской проблемы.

На обоих рынках госкомпании платят дивиденды выше, чем частные компании, а значит, можно предположить, что и ожидания в отношении дивидендов у инвесторов в госкомпании будут выше, поэтому ожидается, что реакция на неожиданные «сюрпризы» в дивидендах будет сильнее.

***Гипотеза 11.*** *Ценовая реакция на дивидендные сюрпризы будет более выраженной для компаний, контролируемых государством (доля обыкновенных акций >50%).*

# 2 ГЛАВА. СПЕЦИФИКА ФОНДОВЫХ РЫНКОВ И ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ В РОССИИ И КИТАЕ

В данной главе рассмотрены особенности институциональной среды на исследуемых рыках - китайском и российском, а именно структура собственности и степень информационной прозрачности, параметры дивидендных выплат и их регулирование со стороны государства, существующие нормы налогообложения доходов от инвестиций. В конце главы кратко представлены результаты сравнительного анализа двух рынков.

## Характерные черты российского фондового рынка и дивидендных выплат российских компаний

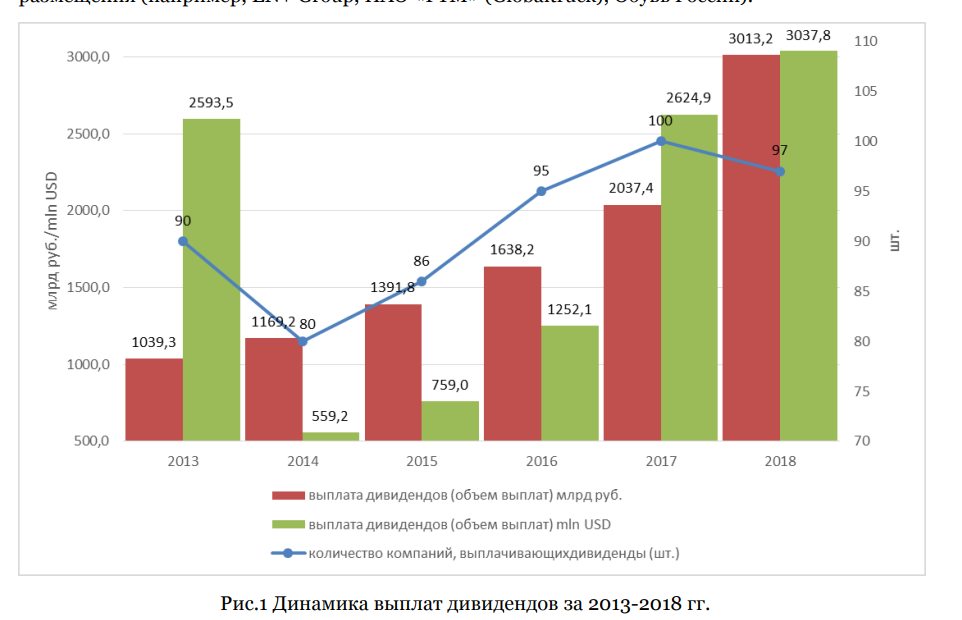
### 2.1.1 Структура собственности и информационная прозрачность

Для России характерна высокая степень концентрации собственности в публичных компаниях. При этом самым крупным акционером российских компаний является государство (БКС, 2018). Государство представлено в более чем 45% компаниях индекса Московской биржи через прямое или косвенное участие. Кроме того, Россия относится к странам со слабой защитой миноритарных акционеров, в связи с чем увеличивается число корпоративных скандалов, связанных с нарушением прав миноритариев. [[40]](#footnote-40) В подобных условиях дивиденды могут служить инструментом, решающим проблему экспроприации прав миноритариев — выплачивая дивиденды, собственники-инсайдеры возвращают полученную прибыль инвесторам и не имеют возможности использовать ее в своих частных интересах.

Сигнальная роль дивидендов тоже играет значительную роль в российских реалиях в связи с относительно низкой степенью информационной прозрачности: согласно исследованию Standard & Poor’s, проведенному для ОЭСР, показатель прозрачности российских компаний составил около 50%, при этом для госкомпаний он составил 47%, а для частных - 52%. Всемирный банк оценивает степень раскрытия информации для инвесторов российскими публичными компаниями на уровне 6 из 10 баллов, хуже, чем у 46% всех фондовых рынков. [[41]](#footnote-41) Низкий показатель прозрачности связан как с неполным раскрытием публичной отчетной информации, так и с неполным раскрытием в отношении ключевых сделок и решений.

### 2.1.2 Динамика дивидендных выплат и их регулирование со стороны государства

В последние годы в России наблюдалась тенденция как к росту дивидендных выплат в абсолютном значении, так и к увеличению числа компаний, выплачивающих дивиденды. (см. Рис.1).

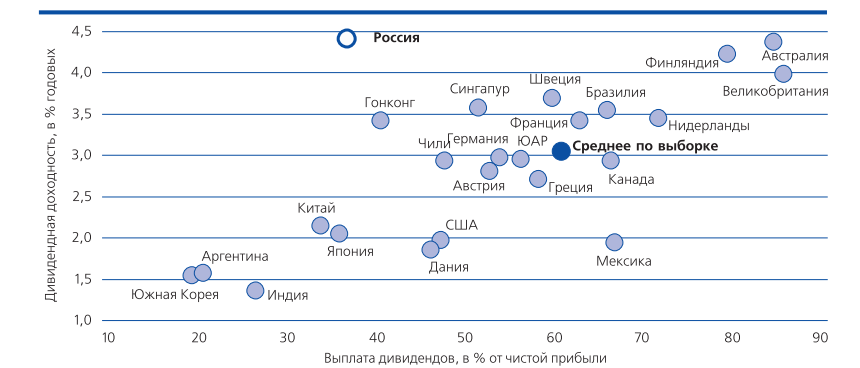


1. Динамика выплат дивидендов за 2013-2018 гг. Источник:Аналитический обзор «Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг.», НРА

В 2014 г. на фоне кризисной ситуации в стране уровень дивидендов в стране снизился, но уже к 2017 г. совокупный объем выплат превысил докризисный, а к 2019 г. совокупные выплаты превысили 3 трлн руб. Среднегодовой темп роста дивидендов в рублях за 5 лет составил 23,7%.

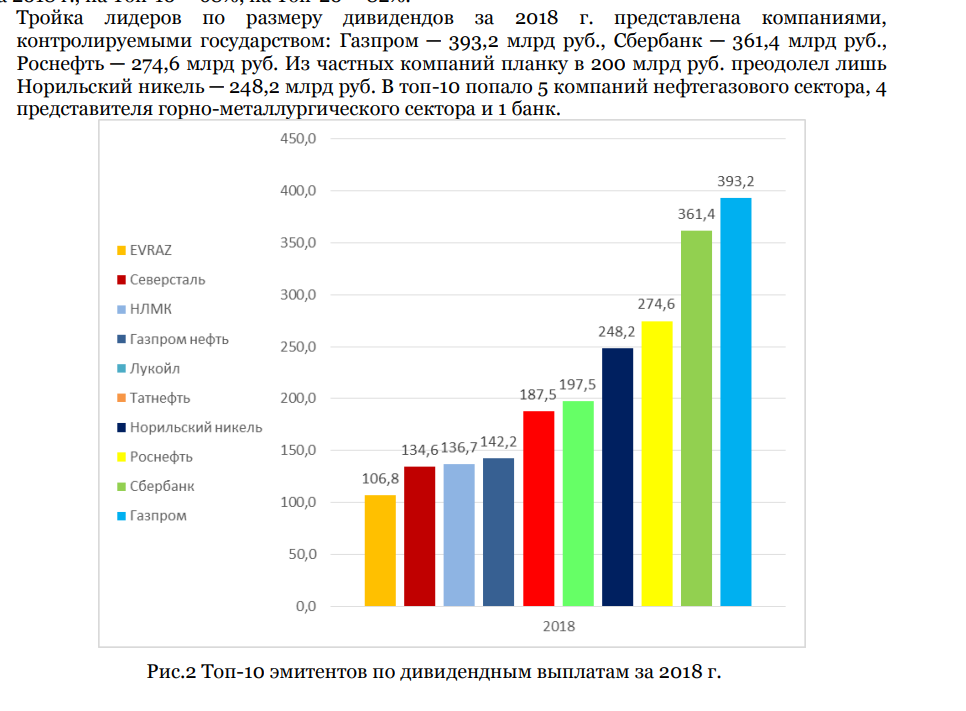
Кроме того, постепенно растет количество компаний, дивидендные политики которых подразумевают периодичность выплат более 1 раза в год: доля таких компаний в 2016 г. составляла 18%, к концу 2019г. эта доля уже выросла до 24%.

Проводя сравнение с зарубежными рынками, можно заметить, что Россия являлась лидером по средней дивидендной доходности за 2011-2020 гг. (см. Рис. 2), при том, что средняя норма выплат дивидендов в России (около 37%) за тот же период уступала норме в большинстве развитых стран. Высокая дивидендная доходность связана со значительной недооцененностью российских акций, которая будет более подробно рассмотрена в следующем разделе.



1. Среднегодовые значения показателя дивидендных выплат из чистойприбыли и дивидендной доходности за период 2011–2020 гг. по выборке из 30 стран Источник: [Абрамов и др., 2021]

Среди лидеров по величине дивидендных выплат в России преобладает нефтегазовый сектор и металлургические компании, также в десятку лидеров входит один представитель финансового сектора в виде Сбербанка. (см. Рис.3)



1. Топ-10 эмитентов по дивидендным выплатам за 2018 г. Источник:Аналитический обзор «Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг.», НРА

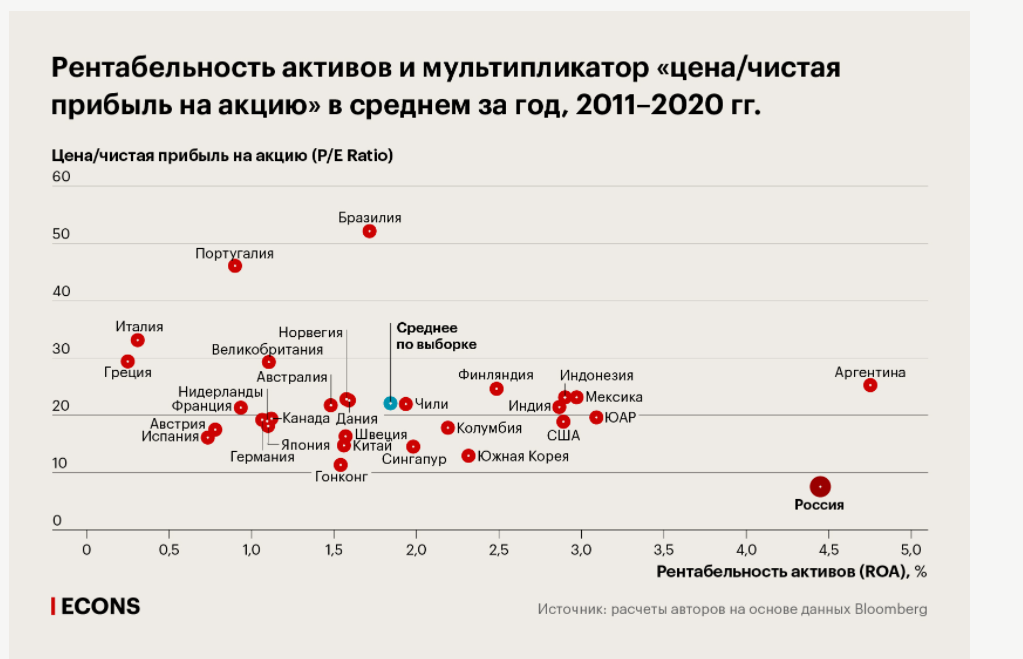
При этом несложно заметить, что в тройку лидеров входят компании, контролируемые государством – Газпром, Сбербанк, Роснефть. Одна из причин, объясняющих это, связана с мерами правительства по установлению минимального размера дивидендных выплат для компаний с госучастием. Так, в период с 2005 по 2012 год рекомендованная Правительством норма дивидендных выплат составляла 25% от чистой прибыли по РСБУ, позднее в 2016 г. эта норма была повышена до 50%, и начиная с 2017 г., приоритетом должен был отдаваться чистой прибыли по МСФО при расчета размера дивидендов. Однако многие компании, подлежащие следованию этим нормам, в действительности их не соблюдали, находя для этого различные предлоги. Например, «Газпром» объяснил это потребностью в финансировании инвестиционных программ. «Россети» получили убыток по РСБУ и, согласно своей дивидендной политике, могла не платить дивиденды. «Сбербанк» выплатил 36% вместо рекомендованных 50%, чтобы «не допустить дефолта банка».[[42]](#footnote-42) В июне 2021г. было опубликовано новое распоряжение Министерства финансов, в котором окончательно был закреплен уже обязательный характер норм выплат в размере 50% от чистой прибыли, при этом в базу расчета теперь не могут учитываться доходы и расходы, не подтвержденные денежными потоками, например, от переоценки имущества или курсовых разниц.

Стоит отметить, что вышеупомянутые меры уже успели продемонстрировать свою действенность, несмотря на отклонения от требований ряда госкомпаний. С 2017 года после указа о рекомендованном коэффициенте выплат в 50% доходы от дивидендов в федеральный бюджет выросли почти вдвое до 634 млрд рублей в 2020 году.[[43]](#footnote-43) Кроме того, заметно вырос средний показатель дивидендов по индексу российских акций, который в 2019г. и 2020гг. превысил отметку в 50%.[[44]](#footnote-44)

**2**.1.3 Недооцененность российских акций

На фоне тенденции роста уровня дивидендов в научной среде появились работы, объясняющие возможные причины такой динамики. Так, например, в недавнем исследовании (Абрамов и др., 2021) дивидендной политики российских компаний за период 2006-2017 гг. авторами было выдвинуто предположение о двух ключевых мотивах повышения дивидендных выплат в акционерных обществах, один из которых – это уже упомянутое повышение требований государства по минимальному размеру дивидендов,а второй мотив - попытка повысить инвестиционную привлекательность акций за счет дивидендов. Рассмотрим более подробно предпосылки к такой мотивации менеджмента.[[45]](#footnote-45)

Акции российских компаний существенно недооценены в сравнении с акциями других стран. Так, в вышеупомянутом исследовании было проведено сравнение показателя P/E за период 2011-2020гг. в разрезе 30 стран, как развитых, так и развивающихся. Результаты сравнительного анализа представлены на рисунке 4.



1. Рентабельность активов и мультипликатор «цена/чистая прибыль на акцию» в среднем за год, 2011-2020 гг. Источник: [Абрамов и др., 2021]

Из 30 стран по уровню рентабельности активов (ROA) российские компании занимали второе место после аргентинских: средний ROA для России составил около 4,5% по сравнению со средним по всем странам 1,8%. При этом показатель P/E, характеризующий соотношение рыночной оценки и прибыли по акции, в среднем в России оказался ниже, чем во всех остальных странах: он составил 7,5 против среднего значения по всей выборке - 22.

Подобная статистика является индикатором значительной недооцененности российских компаний, и авторы исследования (Абрамов и др., 2021) отмечают, что в условиях низкой оценки рынка при высокой прибыльности компании стремятся повышать привлекательность акций компании в глазах инвесторов за счет более высоких дивидендов. Результаты данного исследования позволят выявить, действительно ли более высокие дивиденды по сравнению с ожидаемыми воспринимаются рынком позитивно, то есть являются инстрмуентом повышения привлекательности акций компаний.

### 2.1.3 Налогообложение доходов от инвестиций в России

Особенности налогообложения, а именно разница в налогах на доход от продажи акций и дивидендный доход, важны для понимания того, какому виду дохода могут отдавать предпочтение те или иные группы инвесторов.

В России налог на прирост от стоимости капитала приравнивается к НДФЛ и составляет 13%, столько же составляет налог на дивиденды также составляет 13%. При этом организации, которые являются «стратегическими инвесторами», то есть владеют не менее 50% капитала плательщика дивидендов не менее года, вообще не облагаются налогом на дивидендный доход.

Нерезиденты в РФ облагаются другими ставками: доход от прироста капитала облагается ставкой в 30%, а дивидендный доход - в 15%.

## Характерные черты китайского фондового рынка и дивидендных выплат китайских компаний

### 2.2.1 Структура собственности, информационная прозрачность, защита акционеров

Рынок Китая, как и российский, существует не так давно: Шенженьская биржа была открыта в 1990 г., Шанхайская – в 1991г., в первую очередь, для привлечения средств в госбюджет и госкомпании. (Areddy et al., 2008; Joyce, 2008). Однако на сегодняшний день это крупнейший фондовый рынок после США, а добавление китайских акций типа А в индекс развивающихся рынков Morgan Stanley в 2017 г. еще больше поспособствовало притоку инвесторов и росту торгового оборота на китайских биржах.[[46]](#footnote-46)

На сегодняшний день в Китае существует три основных типа компаний по признаку собственности. Первый тип – SOECG – компании во владении высших административных органов Китая, функционирующие в стратегических областях (коммунальные услуги, транспорт, энергетика, тяжелая промышленность и др.) и ориентированные на реализацию политических и экономических целей государства. Второй тип – SOELG – компании во владении местных властей, они фокусируются на обеспечении благосостояния местных жителей и генерации выручки для локальных правительств. Наконец, третий тип – PF – частные фирмы, происходящие из семейных бизнесов в нестратегических отраслях. Конечная цель PF – максимизация богатства акционеров компании.

При этом владение акциями со стороны иностранных и институциональных инвесторов слабо распространено в Китае, по сравнению с развитыми рынками США и Великобритании. К тому же большая часть существующих институциональных инвесторов – это китайские инвестиционные фонды и страховые компании, многие из которых находятся во владении государства.[[47]](#footnote-47)

Стоит отметить, что не так давно публичные китайские компании имели структуру акций, разделенную на две части: TS («tradable shares» - акции в свободном обращении) и NTS (“non-tradable shares” – неторгуемые акции) в зависимости от возможности свободно торговать ими. Контролирующим собственникам в лице государства, семей или институциональных инвесторов, как правило, принадлежали именно NTS. При этом доход владельцев таких акций состоял исключительно из денежных дивидендов, в то время как владельцы первого типа (“tradable shares”) могли заработать еще и на курсовой динамике акций. Таким образом, контролирующие акционеры обычно очень заинтересованы в высоких дивидендах и могли принимать решения, потенциально ущемляющие интересы остальных акционеров.

В 2005 году была принята реформа по отказу от дробной структуры акций SSSR (“split share structure reform”), которая положила начало конвертации всех неторгуемых акций (NTS) в акции, свободно обращающиеся на рынке. При этом конвертация должна была происходить постепенно: в течение 12 месяцев (24 месяцев) можно было конвертировать только до 5% (10%) акций. Долгосрочный эффект от данной реформы был подробно рассмотрен в работе Yufan Zhao1 и Sin Huei Ng (2021). Авторы сравнили период полного обращения всех акций (2014–2017) и период до принятия реформы (2001–2004) и выяснили, что средняя доля компаний с контролируемым собственником снизилась с 37,9% до 16,31%, увеличилась доля независимых директоров в компаниях, дивидендные выплаты стали более стабильными. Информационное содержание дивидендов выросло, поскольку стих так называемый эффект «tunneling», когда контролирующий акционер выводил из компании денежные средства для собственных нужд, и дивиденды стали полноценном инструментом сигнала о положении дел в компании и ее перспективах. [[48]](#footnote-48)

Кроме того, в последние годы в Китае растет уровень информационной прозрачности публичных компаний. Так, в 2008 году в исследовании К. Чана и соавторов было обнаружено, что переменные, отвечающие за доступность информации для внешних инвесторов, объясняют более 40% вариации дисконта к цене китайских компаний.[[49]](#footnote-49) Для решения этой проблемы были предприняты меры со стороны правительства: в 2007 г. были введены административные меры с требованиями к китайским публичным компаниям по раскрытию информации. Меры государства в совокупности с потребностью китайских компаний в привлечении инвестиций привели к тому, что по последним данным на конец 2019 года Всемирный банк оценивал степень раскрытия информации для инвесторов в Китае на уровне 10 из 10 возможных баллов, что даже выше оценки развитого рынка США, равной 7,5.[[50]](#footnote-50)

Несмотря на заметные улучшения в корпоративном управлении, в Китае в последние годы все же наблюдалась высокая степень концентрации собственности, обычно в руках государства или семьи-основателя. Так, на конец 2016г. в китайских компаниях, входящих в индекс S&P China BMI (более 2000 компаний) доля крупнейшего акционера в среднем составляла 40%.

В условиях высокой концентрации собственности и слабой защиты малых и средних акционеров в Китае дивиденды могут быть способом ограничения апроприации прав миноритариев или вмешательства государства в ущерб интересов акционеров, а также дополнительным сигналом для аутсайдеров о финансовом положении компании.

### 2.2.2 Динамика дивидендных выплат и их регулирование со стороны государства

Государство активно внедряет меры по увеличению уровня дивидендов в публичных компаниях. Впервые минимальный размер выплат был установлен в 2006 году. Комиссия по китайским ценным бумагам выпустила распоряжение, согласно которому, если компания собиралась привлекать средства на рынке капитала, то должна была платить дивиденды (как денежные, так и в форме акций) не меньше, чем 20% от чистой прибыли в течение трех лет до публичного размещения либо доразмещения акций. В 2008 году это распоряжение было изменено, и обязательная норма выплат выросла до 30%, а также принимались в расчет только денежные дивиденды. Дополнительно было установлено, что дивидендая политика компаний должна быть освещена в их Уставе, а выплаты дивидендов должны быть непрерывными и стабильными. Это распоряжение остается в силе в Китае и по сей день.

Меры со стороны государства стали одним из факторов, послуживших росту дивидендных выплат. На Рисунке 5 можно проследить положительную динамику изменений в абсолютном и относительном размере дивидендов в китайких публичных компаниях.

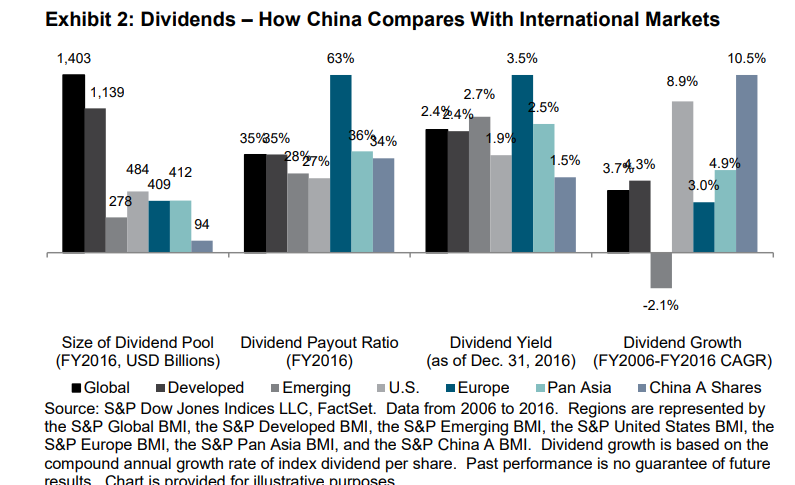
Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. История дивидендных выплат в Китае Источник: Dow Jones Indices LLC, FactSet.

За 7 лет коэффициент выплат вырос с 26,3% до 33,7%, превысив установленный минимум, а доля компаний, выплачивающих дивиденды, возросла с 53,6% до 67,5%.

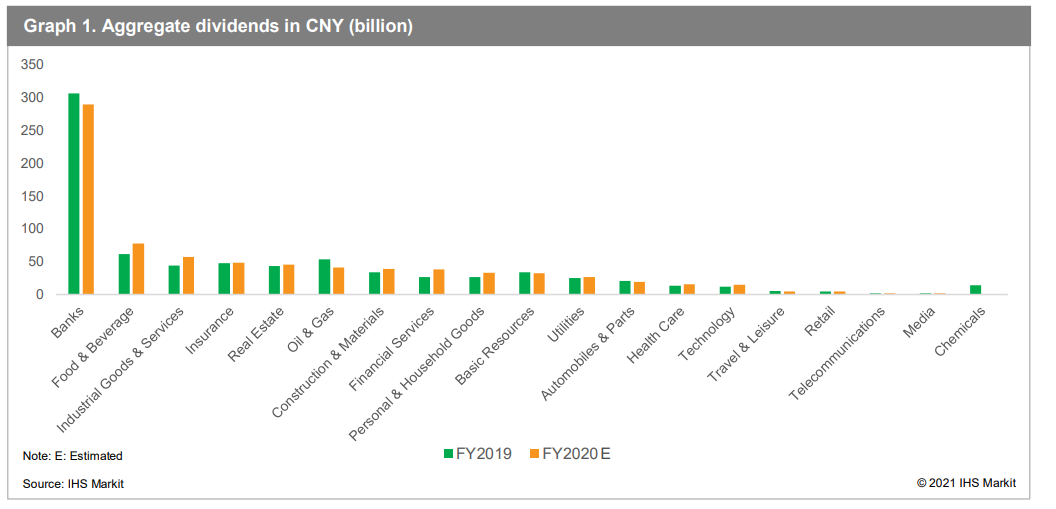
На рисунке 6 видно, что среднегодовой темп роста дивидендных выплат в Китае оказался самым высоким по сравнению с прочими странами, составив 10,5%.



1. Сравнение дивидендов в Китае (правый столбец) с другими странами Источник: Dow Jones Indices LLC, FactSet.

Примечательно, что средняя норма выплат в Китае на уровне 34% (по состоянию на 2016г.) очень близка к этому показателю в других странах, в том числе развитых, уступая только европейским государствам со средним уровнем выплат 63%.

Говоря про отраслевую специфику дивидендных выплат в Китае, обратимся к рисунку 7. Наибольшая сумма дивидендов в 2019 и в 2020 годах была выплачена в банковском секторе, за ним с большим отрывом следуют пищевая отрасль и промышленные товары. Минимальные дивидендные выплаты наблюдаются в секторах технологий, путешествий, ритейла, медиа и др.



1. Объем дивидендных выплат в Китае в отраслевом разрезе (в млрд юань) Источник: IHS Markit

### 2.2.**3 Налогообложение доходов от инвестиций в Китае**

В Китае налогообложение дохода от курсовой динамики акций и дивидендного дохода различаются. Так, прирост стоимости акций в Китае вообще не облагается налогом, поэтому частные инвесторы (держатели “floating” акций) могут быть больше заинтересованы в акциях роста, нежели в дивидендных акциях, по крайней мере с точки зрения налоговых выгод.

В то же время в отношении дивидендного дохода применяется дифференцированный налог в зависимости от срока владения акциями инвестором. Для инвесторов, владеющих акциями сроком до 1 месяца, дивидендный доход облагается ставкой 20%, сроком от месяца до года – ставкой 10%, сроком более года – ставкой в 0%.

Одна из первых налоговых реформ была предложена Правительством в 2005 г. в связи с широким распространением спекулятивных игр на бирже для стимулирования долгосрочного инвестирования: тогда единый налог 20% был заменен на налог в размере 10% на доход от дивидендов. В исследовании Ziqi Xie (2018) было эмпирически выявлено, что в результате данной реформы коэффициент оборота акций упал на 15%, а объем торгов снизился на более чем 8 млн акций. Иными словами, реформа простимулировала долгосрочные инвестиции и большую стабильность на рынке. В особенности эффект на снижение торговой активности проявился в компаниях с долей акций в собственности менеджмента выше среднего, судя по всему, потому что в Китае нередко часть вознаграждения топ-менеджмента осуществляется через дивиденды.

В 2012 году впервые была инициирована система дифференцированного налогообложения дивидендов: 20% при владении до месяца, 10% при владении до год, 0% при владении больше года. В результате был получен эффект, практически обратный запланированному, то есть был зафиксирован рост торгового оборота. Автор допускает, что после первого послабления налогов на дивиденды инвесторы стали дольше держать акции, однако со временем могли убедиться, что экономия на налогах не превышает преимуществ от регулярной покупки и продажи акций, и даже после второй реформы предпочли сфокусироваться на доходе от сделок купли-продажи.[[51]](#footnote-51)

Отдельно стоит отметить, что в случаях обеих реформ торговый оборот был меньше для компаний, контролируемых государством. Поддержка со стороны государства обеспечивает более надежные гарантии возврата инвестиций в глазах индивидуальных инвесторов, поэтому они предпочитают держать эти акции.

## 2.3 Краткий сравнительный анализ дивидендных выплат для исследуемых рынков

В таблице 3 подведены итоги сравнения двух рынков с точки зрения особенностей госрегулирования и отраслевой специфики дивидендных выплат.

1. Сравнение ключевых параметров дивидендных выплат

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Россия | Китай |
| Минимальная норма выплат | 50% только для компаний с госучастием | 30% для всех компаний, которые собираются привлекать капитал на публичном рынке (норма должна соблюдаться в течение 3-х лет до размещения) |
| Средняя норма выплат, в % от чистой прибыли (2011-2020гг.) | 37% | 34% |
| Средняя дивидендная доходность (2011–2020 гг.), % годовых | 4,4% | 2,2% |
| Налог на прирост капитала | 13% для резидентов  15% для нерезидентов | отсутствует |
| Налог на дивиденды | 13% для резидентов  15% для нерезидентов  0% для стратегических инвесторов | 20% при владении акцией до месяца  10% при владении акцией до года  0% при владении от года |
| Отрасли с наиболее высокими выплатами | Нефтегазовая, металлургическая | Банковская, пищевая (Food&Beverage) |

В ходе анализа было выявлено, что с одной стороны, в Китае и России есть ряд сходств: в обеих странах фондовый рынок появился относительно недавно (в 90-е гг. прошлого века), в публичных компаниях наблюдается достаточно высокая степень концентрации собственности (причем часто крупнейшая доля косвенно или напрямую принадлежит государству), установлена минимальная мера дивидендных выплат. В то же время на этих рынках есть и очень примечательные различия. Так, например, в Китае на конец 2019 года степень раскрытия информации в публичных компаниях была оценена на 10 баллов из 10 (согласно рейтингу Всемирного банка), в то время как российскому фондовому рынку была присвоена оценка 6 из 10 баллов, причем она не менялась за последние 10 лет.[[52]](#footnote-52) Кроме того, в Китае гораздо более привлекательные условия для инвестиций с точки зрения налогообложения: налоги с дивидендов уменьшаются по мере увеличения срока инвестирования, а налог на прирост капитала вообще отсутствует, в то время как в России с обоих видов дохода необходимо уплачивать как минимум 13%. Отраслевая специфика на данных рынках также заметно отличается: в России традиционно высокие дивиденды платят компании добывающих отраслей, в Китае же – компании банковской отрасли и отрасли, связанной с производством еды и напитков.

Любопытно, что несмотря на то, что средняя норма дивидендных выплат в Китае и в России находится примерно в одном диапазоне 30–40%, средняя дивидендная доходность акций отличается в 2 раза, что хотя бы отчасти можно объяснить высокой неоцененностью российских акций.

# ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

## 3.1 Методология анализа событий

Напомню, что выдвинутые гипотезы в отношении реакции рынка на дивидендные сюрпризы были сформулированы следующим образом:

***Гипотеза 1.*** *Новость о «позитивном» дивидендном сюрпризе приведет к положительной реакции рынка, то есть положительной накопленной избыточной доходности после объявления.*

***Гипотеза 2.*** *Новость о «негативном» дивидендном сюрпризе приведет к отрицательной реакции рынка, то есть отрицательной накопленной избыточной доходности после объявления.*

Под «сюрпризом» в данных гипотезах подразумевается объявление дивиденда, который расходится с консенсус-прогнозом более чем на 5%. Порог отсечки в 5% был выбран, поскольку именно такой подход применялся в эмпирических работах на данную тему, написанных за последние годы. Обычно авторы исследований рыночной реакции на дивиденды исходят из предположения, что изменение дивиденда по сравнению с ожидаемым в пределах 5% не будет иметь эффект «сюрприза», причем это допущение встречается как в исследованиях, которые сравнивают объявленный дивиденд с консенсус-прогнозом (C. Andres et al., 2013), (I. Berezinets et al., 2015, 2017), (A. Philippov, O. Sibanov, 2019), так и в исследованиях, которые сравнивают объявленный дивиденд с предыдущим дивидендом (E. Rogova, G. Berdnikova, 2014).

Для оценки реакции рынка на то или иное событие в литературе широко применяется метод событий, или “event study”. Так, практически во всех исследованиях, освещенных во 2 главе, применялся именно этот метод. В данной работе под «событием» будет пониматься день объявления рекомендуемой нормы выплат дивидендов по итогам заседания Совета Директоров. Изначально в исследовании рассматривались только объявления о годовых дивидендах, однако впоследствии, когда оказалось, что в выборке по российскому рынку недостаточно наблюдений для репрезентативных результатов, было решено включить также объявления о промежуточных дивидендах (только по выборке MICEX). При этом в таком случае в выборку были включены только объявления о последнем дивиденде, выплаченном по итогу года, поскольку реакция на другие промежуточные выплаты могла быть невыраженной: при объявлении промежуточного дивиденда ниже ожидаемого инвесторы могут надеяться, что дальнейшие дивиденды по итогам года компенсируют это разочарование. Аналогично поступали авторы других исследований, которые тоже включали в выборку объявления о промежуточных выплатах.

Объявление дивидендов считается событием, имеющим краткосрочный эффект на цены акций, поэтому окно события в исследованиях таких объявлений обычно небольшое – как правило, до 41 дня. Так, например, в работе (Chen et. Al, 2014) в качестве окна оценивания берется 100 дней, для окна события – 41 день; в другой работе тоже на китайском рынке (Zuguang et al., 2010) рассматривается окно события в 11 дней, окно оценивания – 120 дней. В отечественных исследованиях, например (Теплова, 2008) и (Березинец и др., 2015) рассматривается окно событий величиной 21 день. В данной работе также было принято решение об окне события в 21 день (включая 10 дней до и после объявления), поскольку в более широком окне события более вероятно, что могут произойти другие важные события и новости, которые окажут влияние на исход событийного анализа. Окно оценивания был выбрано величиной в 180 дней по аналогии с относительно недавней работой (Березинец и др., 2015).

Реализация метода анализа событий проходила по следующему алгоритму:

1. Оценка параметров модели нормальной доходности

В качестве модели нормальной доходности была использована рыночная модель:

, где

Доходность рыночного портфеля рассчитывалась для российского и китайского рынков как доходность широких индексов рынка ММВБ (MICEX) и SZSE Component Index соответственно.

Далее для каждого объявления были оценены параметры альфа и бета рыночной модели на окне оценивания:

1. Расчет сверх-доходности в окне события

Сверх-доходность для каждого дня t в окне события рассчитывалась по формуле:

Наблюдаемая доходность рассчитывалась на основе цен закрытия для каждого дня торгов.

1. Агрегирование сверхдоходностей

Далее сверхдоходности были агрегированы по времени и по ценным бумагам. Сначала, была рассчитана средняя сверхдоходность по всем объявлениям для каждого дня t в окне события для фиксированного года k.

, где

оценка сверхдоходности для акции i в день t

Затем была рассчитана средняя сверхдоходность за 4 года для каждого дня t в окне события, то есть в отрезке 10 дней до и 10 дней после даты события.

, где

средняя сверхдоходность в день t

число лет (4)

средняя сверхдоходность в день t в год k

1. Расчет кумулятивной средней избыточной доходности

Кумулятивная средняя избыточная доходность для каждого из типов сюрпризов (для «хорошего» и для «плохого») в каждый день t в окне события (T = -10, ..., +10) рассчитывалась по формуле:

1. Проверка гипотез о значимом отличии от нуля полученных значений AAR и CAAR

Для проверки значимого отличия от нуля средних сверхдоходностей в окне события были сформулированы следующие гипотезы:

Но: Е[AAR]=0;

Ha: Е[AAR]≠0

Для проверки гипотез была рассчитана t-статистика для каждого дня t в окне события:

,

где

Аналогично были сформулированы гипотезы о значимом отличии от нуля значения накопленной средней сверхдоходности в последний день в окне события (t=10):

Но: Е[CAAR]=0

Ha: Е[CAAR]≠0

Для проверки гипотезы так же была рассчитана t-статистика:

,

где

Критические границы были найдены с помощью таблиц распределения Стьюдента по заданному уровню значимости 1-α и (n -1) степени свободы.

Если выполнялось неравенство, к1 < < к2 , то принималась основная гипотеза, в противном случае основная гипотеза отклонялась, и принималась альтернативная гипотеза о том, что избыточная доходность значимо отличается от нуля.

## 3.2 Описание переменных для регрессионной модели

В главе 2 были сформулированы гипотезы касательно взаимосвязей реакции рынка на ддивидендные сюрпризы с различными харакетристиками компаний, а также состоянием рынка накануне объявления. За анализируемый период 2016–2019 гг. были собраны соответствующие показатели по каждому фактору, отраженные в Таблице 1. Индекс (t-1) означает, что данные брались на конец года, предшествующего году объявления дивиденда.

1. Описание основных переменных регрессионной модели

|  |  |
| --- | --- |
| Зависимая переменная | |
| CAR | Значение накопленной избыточной доходности для t=10 относительно дня события |
| Независимые переменные, характеризующие компанию | |
| Large | Бинарная переменная, принимающая значение 1, если рыночная капитализация компании входит в 4 квартиль по всей выборке, т.е. компания входит в четверть самых крупных компаний в выборке |
| Small | Бинарная переменная, принимающая значение 1, если рыночная капитализация компании входит в 1 квартиль по всей выборке, т.е. компания входит в четверть самых небольших компаний в выборке |
| Medium | Бинарная переменная, принимающая значение 1, если рыночная капитализация компании входит во 2 и 3 квартили по всей выборке |
| Div\_yield | Ожидаемая дивидендная доходность. В качестве прокси рассчитывались два разных показателя:   1. Trailing dividend yield ( – размер дивидендов, уплаченных в течение 12 мес. до текущего объявления; – цена акции на конец этого 12-месячного периода) 2. Forward dividend yield отношение ожидаемых дивидендов в течение следующих 12 месяцев к текущей цене акции (за месяц до объявления). |
| P\_BV (t-1) | Отношение рыночной цены компании к ее балансовой стоимости |
| DPS\_surprise | Величина дивидендного сюрприза. Рассчитывалась как разница между фактическим дивидендом и консенсус-прогнозом аналитиков на конец месяца, предшествующего объявлению. |
| EPS\_surprise | Величина сюрприза по прибыли по итогам года, предшествующего году объявления дивиденда, взятая по модулю. Рассчитывалась как разница между фактически объявленной прибылью и консенсус-прогнозом аналитиков (последним доступным консенсус-прогнозом по базе данных Bloomberg). |
| DPS\_change | Изменение размера дивиденда. Рассчитывалось как относительная разница между объявленным в текущем периоде дивидендом и дивидендом, объявленным в предыдущий период. В качестве прокси рассчитывались два разных показателя:    2. (P – цена за месяц до объявления) |
| EPS\_confirm | Бинарная переменная, принимающая значение 1, если дивидендный сюрприз был того же знака, что и предшествующее изменение прибыли, и 0, если дивидендный сюрприз шел вразрез с предшествующим изменением прибыли. |
| Независимые переменные, характеризующие состояние рынка накануне объявления | |
| Low\_return (b) | Бинарная переменная, характеризующая состояние доходности рынка как низкое за 30 торговых дней до объявления. [[53]](#footnote-53) |
| Medium\_return (b) | Бинарная переменная, характеризующая состояние доходности рынка как среднее за 30 торговых дней до объявления. |
| High\_return (b) | Бинарная переменная, характеризующая состояние доходности рынка как высокое за 30 торговых дней до объявления. |
| Low\_volatility (b) | Бинарная переменная, характеризующая состояние волатильности рынка как низкое за 30 торговых дней до объявления. |
| Medium\_volatility (b) | Бинарная переменная, характеризующая состояние волатильности рынка как среднее за 30 торговых дней до объявления. |
| High\_volatility (b) | Бинарная переменная, характеризующая состояние волатильности рынка как высокое за 30 торговых дней до объявления. |

1. Описание переменных, включенных в регрессионную модель

Описанные выше переменные были включены в следующую модель (теоретическое представление модели):

Зависимая переменная —  i=1,…,n; t=1, …, T – Значение накопленной избыточной доходности в окне события. Под символом в данной модели обозначена случайная ошибка, под

При этом данные переменные не были включены в модель одновременно: сначала были включены контрольные переменные, и далее, при условии значимости хотя бы некоторых контрольных переменных, включались переменные, характеризующие состояние рынка перед объялением.

## 3.3 Формирование выборки

Для формирования выборки были собраны данные об объявлениях компаний о размере дивидендов[[54]](#footnote-54) были собраны за период 2016–2019 гг., исходя из потребности в наиболее свежих данных. В выборку не вошли данные по объявлениям в 2014–2015 гг. и в 2020 г., так как эти годы характеризовались периодом экономического кризиса в России, и, поскольку реакция рынка на новость о дивидендах имеет свою специфику в условиях кризиса, включение данных за эти годы могло значительно исказить итоговые результаты анализа. Аналогично, в Китае произошел кризис фондового рынка в 2015 г., когда надутый финансовый «пузырь» лопнул, и ключевой индекс китайского рынка Shanghai Composite потерял треть своей стоимости летом 2015г.[[55]](#footnote-55)

В выборку по России были включены российские компании, которые торговались в выбранный период на Московской Бирже (MICEX). Для формирования выборки по Китаю было необходимо выбрать одну из двух бирж Китая: Шанхасйкую или Шеньженьскую. Была выбрана биржа Шеньчжэня, исходя из большего количества залистингованных на ней компаний (в частности, на конец 2019 г. на Шеньчжэньской бирже было залистинговано 2205 компаний по сравнению с 1572 компаниями на Шанхайской бирже).[[56]](#footnote-56) При этом в выборку были включены только китайские акции типа А, поскольку число таких акций ежегодно набирает популярность по сравнению с акциями типа Б (на 2020г. более 4 тыс. компаний выпустили акции типа А, и только 93 компании выпустили акции типа Б, их число ежегодно падает).

При формировании выборок использовались следующие критерии:

- акции компаний активно торговались на всем анализируемом периоде (оборот не менее 1 млн акций в год), при этом не было зафиксировано длительных перерывов в торгах (больше двух недель)

- акции компаний всех секторов, за исключением финансового

- компании регулярно платили дивиденды в течение наблюдаемого периода (не менее двух раз); при этом в выборку не включались объявления о первой выплате дивидендов за историю компании

- компании не проводили дробление акций в течение года

- в окне события о дивидендах не было сделано других важных объявленийили новостей, которые могли бы существенно повлиять на результаты событийного анализа (объявления о сделках M&A, изменение состава органов управления, корпоративные скандалы и прочее)

- есть данные о консенсус-прогнозе дивидендов компаний в базе I/B/E/S на дату, не ранее, чем за 3 месяца до дня объявления

- объявленный размер дивиденда отличался от консенсус-прогноза более чем на 5%

Данные по датам объявлений и котировкам были выгружены из базы данных Refinitiv Eikon. Данные по характеристикам компаний были выгружены из базы данных Bloomberg. Для данных по консенсус-прогнозам аналитиков была использована база данных I/B/E/S (Institutional Brokers’ Estimate System). В ряде анлогичных исследований было подтверждено, что оценки из данной базы имеют низкую ошибку прогноза (How, and Verhoeven (2008), Andres et al. (2013), Berezinets et al., 2017). Прогноз брался на дату за месяц до дня объявления, при отсутствии такого – на дату не ранее 3 месяцев до дня объявления. Это позволило брать в расчет именно те прогнозы, которые уже учитывали новости о компании, которые произошли в течение времени, предшествющего объявлению. Кроме того, данный подход был применен в ранних исследованиях, упомянутых выше.

В итоге в выборку российских компаний вошло 35 российских компаний. В соответствии с глобальным стандартом классификации отраслей (GICS) самая большая доля в выборке оказался у компаний в секторе Utilities (34%), а также у секторов Energy (23%) и Materials (17%) (см. Рис. 8). Это неудивительно, поскольку публичные компании из этих отраслей — это крупные предприятия, многие, из которых подконтрольны государству, и следовательно, имеют значительные денежные потоки, часть которых можно направить на выплаты акционерам, а также имеют обязательства по выполнению нормы выплат для госкомпаний.

1. Распределение отраслей в выборке компаний MICEX

В выборку китайских компаний попало 40 компаний, из которых наибольшая доля (30%) принадлежит компаниям IT-сектора. Это связано со спецификой биржи Shenzhen Stock Exchange: на ней торгуются небольшие компании из развивающихся отраслей в отличие от биржи Шанхая, на которой в основном торгуются более крупные компании, преимущественно банковского и энергетического сектора. На Шэньчжэньской бирже даже выделена отдельная торговая площадка ChiNext – ее также называют китайским аналогом Nasdaq, поскольку она ориентирована на акции инновационных компаний в стадии роста и стартапов. Следом за сектором IT в выборке следуют с большим отрывом секторы Materials и Consumer Discretionary (по 15%).

1. Распределение отраслей в выборке компаний Shenzhen Stock Exchange

Всего по этим компаниям было получено 106 наблюдений для России и 125 наблюдений для Китая. Далее эти наблюдения были поделены на две группы:

1. ***Объявления с «позитивным сюрпризом»,*** то есть случаем, когда фактический диивиденд превысил консенсус-прогноз аналитиков на 5% и более
2. ***Объявления с «негативным сюрпризом»****,* то есть случаем, когда когда фактический диивиденд оказался ниже консенсус-прогноаз аналитиков на 5% и более

По итогам такого разделения оказалось, что в выборку по России попало 45 объявлений с негативным сюрпризом и 61 наблюдение с позитивным сюрпризом. В то же время, в Китае, наоборот, случаев негативных сюрпризов оказалось гораздо больше позитивных: 80 против 48.

## 3.4 Анализ описательной статистики

1. Описательная статистика для переменной DPS\_surprise

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Число наблюдений | Выборочное среднее | Выборочное стандартное отклонение | Минимум | Максимум |
| **«Позитивный» сюрприз** | | | | | |
| Россия | 62 | 0,244 | 0,27 | 0,051 | 1,141 |
| Китай | 44 | 0,1 | 0,062 | 0,055 | 0,279 |
| **«Негативный» сюрприз** | | | | | |
| Россия | 45 | -0,282 | 0,247 | -0,743 | -0,053 |
| Китай | 80 | -0,116 | 0,11 | -0,514 | -0,052 |

Анализируя описательную статистику для перемнной, отвечающей за относительную величину сюрприза – DPS\_surprise, можно заметить, что средняя величина сюрприза, как отрицательного, так и положительного, для российских компаний больше, чем для китайских, причем более чем в два раза. То есть можно предположить, что точность прогнозов для китайских компаний выше, что может говорить о более высокой степени информационной прозрачности компаний, в том числе за счет жестких требований к раскрытию информации со стороны Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг.

Любопытно, что в России среди позитивных сюрпризов зафиксирован максимум в размере 1,141 – то есть, величина фактического дивиденда превысила ожидаемый более чем в два раза. Этот максимум был зафикисирован для объявления ПАО «Мосэнерго» о дивидендах в 2019 году. Прибыль компании по итогам 2018г. упала с 24 до 21 млрд руб., и рынок ожидал, что и дивиденды окажутся значительно ниже по сравнению с предыдущей выплатой в размере 0,166 руб. на акцию. Консенсус-прогноз за месяц до объявления составлял 0,098 руб. на акцию, однако «Мосэнерго» выплатил дивиденды гораздо выше прогноза и даже выше дивиденда за прошлый год – 0,21 руб. на акцию. При этом рынок отреагировал на данную новость негативно – CAR на 10 день после объявления составила -0,009.

Перейдем к анализу описательной статистики для остальных переменных.

1. Описательная статистика для переменных в регрессионном анализе

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Россия | | | | Китай | | | |
|  | **Выбор.**  **среднее** | **Выбор. СКО** | **Минимум** | **Максимум** | **Выбор.**  **среднее** | **Выбор. СКО** | **Минимум** | **Максимум** |
| Div\_yield\_exp | 0,073 | 0,414 | 0,001 | 0,197 | 0,017 | 0,015 | 0,0004 | 0,057 |
| Div\_yield\_hist | 0,043 | 0,033 | 0,007 | 0,15 | 0,014 | 0,014 | 0,0005 | 0,074 |
| Lmarket\_cap | 25,977 | 1,765 | 22,35 | 29,154 | 24,269 | 0,841 | 22,51 | 26,602 |
| Lassets | 26,82 | 1,82 | 22,493 | 30,666 | 24,276 | 1,281 | 21,613 | 28,055 |
| State\_control | 0,439 | 0,499 | 0 | 1 | 0,116 | 0,322 | 0 | 1 |
| Div\_change | 0,624 | 2,011 | -0,884 | 16,8 | 0,576 | 1,959 | -1 | 19 |
| EPS\_confirm | 0,495 | 0,502 | 0 | 1 | 0,264 | 0,442 | 0 | 1 |
| P\_BV | 2,062 | 3,545 | 0,087 | 28,497 | 3,175 | 2,919 | 0,318 | 16,968 |

Среднее значение дивидендной доходности, как исторической, так и ожидаемой, в выборке по России выше (19,7% и 15%), чем в выборке Китая (5,7% и 7,4%). Такое различие может быть связано с высокой недооцененностью российских акций, о которой говорилось ранее в 1 главе. Данное предположение подкрепляется и значительной разницей в средних значениях показателя P/BV – в российской выборке он составляет 2,062 против среднего значения 3,175 в китайской выборке. Минимальное значение P\_BV в китайской выборке 0,318, почти вчетверо больше, чем минимальное значение P\_BV в выборке российских компаний. Это неудивительно, поскольку Шэньчжэнськая биржа, в отличие от Шанхайской, ориентирована в основном на инновационные компании и стартапы, а компании, связанные с прорывными технологиями, как правило, имеют более высокий P/BV. Отдельно была выведена статистика в разрезе отраслей и было обнаружено, что среднее значение P\_BV для китайской выборки максимально по сравнению с остальными отраслями и составляет около 4,86; средняя дивидендная доходность при этом в компаниях этого сектора оказалась одной из наименьших. К слову, в выборке по России самая высокая средняя дивидедная доходность была обнаружена в секторе Consumer Discretionary (М. Видео, Детский мир и другие), а также в секторе Materials (НЛМК, Северсталь и другие). Самое высокое значение среднего P/BV по России оказался также в секторе Materials.

Средний размер компаний больше в выборке по России, что также можно связать с тем, что на Шэньчжэньской бирже торгуются в основном молодые IT-компании, в то время как на Московской бирже немалую долю составляют крупные российские с государственным участием. Это видно по средней доле компаний в выборке, контролируемых государством: в российской выборке эта доля составляет 44%, в китайской – только 12%.

Переменная div\_change, отвечающая за относительное изменение размера дивиденда, в среднем слабо различается между китайской и российской выборками, составляя около 60%. При этом можно заметить, что в абсолютном значении максимум в обеих выборках в разы выше, чем минимум – можно предположить, что это связано с теорией Линтнера о том, что компании неохотно идут на уменьшение дивидендов. Отдельно хочется отметить максимальное значение div\_change для России, равное 16,8. Оно соответствует объявлению компании «Интеррао» в 2016 году, когда компания выплатила 0,0178 руб. на акцию по сравнению с предыдущим дидвидендом 0,001 руб. на акцию на фоне роста прибыли с 16 до 22 млрд руб. по итогам 2015 года.

Анализируя статистику по переменной EPS\_confirm, можно заметить, что в российской выборке в половине случаев знак дивидендного сюрприза совпадал с предыдущим изменением прибыли, в то время как в китайской выборке такое случалось только в 26% случаев.

## 3.5 Результаты исследования по методологии анализа событий

В Таблице 8 подведены итоги применения метода событийного анализа («event study»). Были получены статистически значимые результаты, в частности значения показателей AAR и CAR, которые в данном исследовании рассматриваются как «прокси» для измерения реакции рынка на событие. Полученные результаты подвтерждают сигнальную гипотезу.

1. Результаты исследования реакции на дивиденды по методологии анализа событий

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |  |  |  |
| Россия | Положительная реакция | 0,48% (2,21\*\*) | 2,46% (2,07\*\*) | Отрицательная реакция | -0,77%  (-3,22\*\*\*) | -2,29%  (-2,00\*\*) |
| Китай | Положительная реакция | 0,18% (0,56) | 1,86%  (2,04\*\*) | Отриц. реакция | -0,44%  (-1,88\*) | -1,95%  (-2,02\*\*) |

Далее представлен анализ реакции для каждой из выборок в отдельности, а также интерпретация полученных результатов.

### 3.5.1 Результаты для российского рынка, интерпретация и отраслевой анализ

На Рисунке 10 представлен график средней избыточной доходности AAR.

1. Средняя избыточная доходность для российского рынка в окне события

В день события для случая «позитивного сюрприза» средняя избыточная доходность оказалась положительной и составила 0,48%, при этом это значение оказалось значимым от нуля на 5%-м уровне значимости. Средняя избыточная доходность значимо отличается от нуля в день t = ‒6 (на 1%-м уровне значимости), в день события t = 0 (на 5%-м уровне значимости) и в день t = 8 (на 10%-м уровне значимости). Тот факт, что была обнаружена статистически значимая избыточная доходность до дня события свидетельствует в пользу распространения инсайдерской информации на российском рынке.

В день события для случая «негативного сюрприза» средняя избыточная доходность оказалась отрицательной и составила -0,77%, при этом это значение оказалось значимым от нуля на 1%-м уровне значимости. При этом также, как и в первом случае, было зафикисировано значение AAR, значимо отличающееся от нуля, в день до дня объявления t = -7, что снова свидетельствует в пользу неэффективности российского рынка. Заметим, что величина AAR для «плохого события» по модулю больше аналогичного значения для «хорошего события», что говорит о более выраженной реакции инвесторов на негативные новости.

Обратимся к значению накопленной средней избыточной доходности на Рисунке 11.

1. Накопленная избыточная доходность для российского рынка в окне события

На графике CAAR для случая «позитивного сюрприза» можно заметить ярко выраженную тенденцию к возрастанию в 10-дневном окне события. К 10-му дню окна событий накопленная избыточная доходность достигает значения 2,46% и значимо отличается от нуля на 5%-м уровне значимости.

Что касается «негативного сюрприза», цены на рынке ведут себя совсем иначе. Можно заметить ярко выраженную тенденцию CAAR к убыванию, к 10-му дню относительно дня события накопленная избыточная доходность достигает значения -2,29%, которое значимо отличается от нуля на 5%-ом уровне занчимости.

Можно заключить, что российский рынок положительно реагирует на новость о позитивном дивидендном сюрпризе и отрицательно реагирует на новость о негативном дивидендом сюрпризе, что согласуется с сигнальной теорией.

Данные результаты несколько расходятся с результатыми предыдущих исследований для российского рынка (Теплова Т., 2008, 2011), (Рогова, Бердникова, 2015), (И. Березинец и др., 2017. Так, в исследовании И. Березинец, Ю. Ильиной, М.Смирнова и Л.Булатовой (2017) на периоде 2010–2014 гг. авторы обнаружили негативную реакцию как на позитивные, так и на негативные дивидендные сюрпризы. Выбранный временной отрезок 2010–2014 гг. был посткризисным периодом в России, и тогда, по мнению авторов, российские инвесторы были подозрительно настроены к агрессивной дивидендной политике компаний, и в том числе положительно агрессивной. В период после кризиса ожидалось, что экономика начнет активно восстанавливаться и осуществлять инвестиции, возможно, именно эти ожидания и стали причиной негативной реакции на неожиданный рост дивидендов.

Период, который был проанализирован в данной работе, а именно 2016-2019гг., тоже следовал за кризисом – валютным кризисом 2014 г., тем не менее реакция на «позитивный сюрприз» наблюдалась положительная. Есть несколько причин, которые могли на это повлиять:

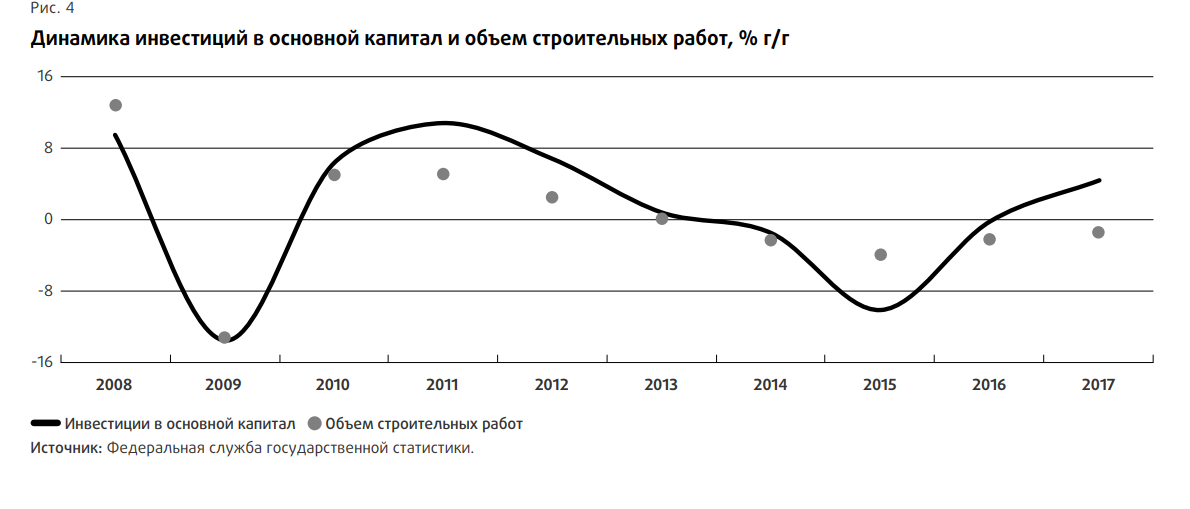
1. Меньший объем ущерба на экономику по сравнению с кризисом 2008-2009гг.

Кризис 2014–2015 гг. нанес меньший ущерб экономике в плане темпов роста реального ВВП: в 2009г. экономика с учетом инфляции упала на 7,8%, в то время как в 2014 г. она даже выросла на 0,6%, а в 2015 г. упала на 2% (см. Рис. 12). Поскольку экономика «рухнула» не так сильно, как в 2009 г., не было потребности в таком же восстановительном росте, поэтому компании находились в более комфортных условиях для выплат дивидендов.



1. Динамика ВВП России, в % в годовом выражении Источник: РБК

На рынке также присутствовал благоприятный инвестиционный климат, несмотря на недавний кризис: прямые инвестиции в экономику выросли почти в пять раз по сравнению с 2015 г. – до 33 млрд долл (см. Рис. 13) , индекс промышленного производства увеличился на 1,1%, доходность индекса ММВБ за год составила 26,8% годовых – это лучший результат после 2009 г., среднегодовое число активных клиентов составило 93,6 тыс. – на 17,7% больше, чем годом ранее.



1. Динамика притока прямых иностранных инвестиций Источник: Российский фондовый рынок, 2017 год (НАУФОР)
2. Снижение реальных доходов населения

Несмотря на рост производства, поддержку ценам на нефть в результате новых договоров с ОПЕК и восстановление курса рубля, инфляция демонстрировала высокие темпы роста, и реальные доходы населения падали. В условиях падения доходов частные инвесторы, число которых стремительно росло (темп роста физических лиц – резидентов на Мосбирже по итогам 2017 г. составил 18,8%), вполне разумно могли быть больше заинтересованы в высоких дивидендах для удовлеторения текущих потребительских нужд, нежели в доходе от курсовой стоимости акций. В соответствии с поведенческой теорией финансов – теорией «сожаления», инвесторы испытывают больше сожаления при продаже акций чем при тратах дивидендов, поэтому склонны потреблять именно на доход от дивидендов нежели чем на доход от прироста капитала.[[57]](#footnote-57)

1. Рост опасений инвесторов касательно динамики российского фондового рынка

9 апреля 2018г. стало «черным понедельником» для российского фондового рынка на фоне введения США санкций против российских бизнесменов и чиновников – за один день индекс МосБиржи просел на 8,3%. В том же году вступили в силу новые антироссийские санкции на госдолг и поставки из США оборудования двойного назначения. Возвращение санкций в повестку могло послужить драйвером опасений инвесторов в отношении российского рынка, динамика которого очень чувствительна к санкциям против России. Это могло привести к росту ценности дивидендных выплат как способа возврата инвестиций в текущем моменте, и привести к позитивной реакции на объявления о дивидендах выше консенсуса.[[58]](#footnote-58)

1. Введение новых норм дивидендов со стороны Правительства

Впервые рекомендуемая норма выплат госкомпаниями была повышена до 50% в 2016г., а в 2017 г. вышло еще одно распоряжение, которое, во-первых, закрепляло норму в 50%, а во-вторых, обязывало госкомпании рассчитывать норму выплат на основе отчетности МСФО, то есть большей базы, посолькуу в МСФО также учитываются результаты дочерних предприятий. Эта норма стала одним из важнейших факторов, который привел к росту дивидендой доходности на российском рынке: в 2018г. ее среднее значение превысило 5%, а в 2019г. дивидендная доходность российских компаний оказалась самой высокой в мире – 6,7% (против дивидендной доходности в 2% по S&P 500 и 3–4% по развивающимся рынкам). Дивиденды стали приносить больше дохода и привлекать как частных инвесторов (за 2019 год их число выросло вдвое), так крупных инвесторов, в том числе международных инвестиционных фондов. Возможность хорошо заработать на дивидендном доходе могла способствовать позитивной реакции на объявления дивидендов выше консенсуса.[[59]](#footnote-59)

**Анализ результатов в разрезе отраслей**

1. Значение накопленной средней сверхдоходности CAAR в разрезе отраслей для выборки российских компаний

|  | CAAR для негативного сюрприза | CAAR для позитивного сюрприза | Число наблюдений в выборке |
| --- | --- | --- | --- |
| **Communication Services (Коммуникационные сервисы)** | -0, 0004 | 0,024 | 8 |
| **Energy (Энергетика)** | -0,029 | 0,040\* | 27 |
| **Сonsumer Staples (Потребительские товары ежедневного спроса)** | Сектор не представлен в выборке | 0,059 | 4 |
| **Consumer Discretionary (Потребительские товары выборочного спроса)** | 0,004 | 0,058 | 6 |
| **Industrials (Промышленность)** | 0,079 | 0,038 | 4 |
| **Materials (Материалы)** | -0,043\*\*\* | -0,007 | 18 |
| **Utilities (Коммунальные услуги)** | -0,023 | 0,055 | 36 |

При отраслевом анализе только для двух отраслей были получены статистичсеки значимые значения CAAR. На 1%-ом уровне значимости оказалась значимой от нуля накопленная доходность для сектора Materials, или иначе говоря, металлургической отрасли. Отрицательное значение CAAR -0,043 почти вдвое больше, чем CAAR для всей выборки российских компаний, что говорит о том, что отрицательная реакция на негативный дивидендный сюрприз в случае металлургов была в сильнее, чем в среднем по рынку. Это можно объяснить тем, что крупные металлургические холдинги вроде НЛМК или Северстали исторически имеют высокую дивидендную доходность и считаются «дойными коровами», соответственно в случае неоправдания ожиданий инвесторов в отношении дивидендов, действительно могут столкнуться с негативной реакцией на рынке.

Также на 10%-ом уровне значимости оказалась отличной от нуля CAAR для сектора Enenrgy, которая составила 0,04, тоже значительно превысив аналогичное значение по всей выборке. В этот сектор входят такие гиганты, как Газпром, Татнефть, Лукойл и другие нефтегазовые компании, которые, так же считаются «дойными коровами» в плане дивидендных выплат. Такой результат согласуется с предыдущими исследованиями российского рынка (Теплова Т., 2008, И. Березинец и др., 2017).

### 3.5.2 Результаты для китайского рынка, интерпретация и отраслевой анализ

На Рисунке 14 представлен график средней избыточной доходности AAR.

1. Средняя избыточная доходность для китайской выборки в окне события

В день события для случая «позитивного сюрприза» средняя избыточная доходность оказалась положительной и составила 0,18%, при этом данное значение оказалось незначимым. Средняя избыточная доходность значимо отличается от нуля в день t = 4 (на 1%-м уровне значимости) и составляет 0,68%.

В день события для случая «негативного сюрприза» средняя избыточная доходность оказалась отрицательной и составила -0,44%, при этом это значение оказалось значимым от нуля на 5%-м уровне значимости. Значимыми также оказались отрицательные значения AAR для t=7 и t=8. При этом также были зафикисированы значения AAR, значимо отличающееся от нуля, в дни до дня объявления t = -1 и t = -5, что свидетельствует в пользу распространения инсайдерской информации на китайском рынке.

Обратимся к значению накопленной средней избыточной доходности на Рисунке 15.

1. Накопленная средняя избыточная доходность для китайской выборки

На графике CAAR для случая «позитивного сюрприза» можно заметить ярко выраженную тенденцию к возрастанию в 10-дневном окне события. К 10-му дню окна событий накопленная избыточная доходность достигает значения 1,86% и значимо отличается от нуля на 1%-м уровне значимости.

Что касается «негативного сюрприза», цены на рынке ведут себя совсем иначе. Можно заметить ярко выраженную тенденцию CAAR к убыванию, к 10-му дню относительно дня события накопленная избыточная доходность достигает значения -1,95%, которое значимо отличается от нуля на 1%-ом уровне занчимости.

Можно заключить, что китайский рынок, так же, как и российский, положительно реагирует на новость о позитивном дивидендном сюрпризе и отрицательно реагирует на новость о негативном дивидендом сюрпризе, что согласуется с сигнальной теорией.

Данные результаты схожи с ранними исследованиями лишь отчасти: на китайском рынке в разные периоды также была зафиксирована положительная реакция на позитивный дивидендный сюрприз, однако, реакция на негативный сюрприз была либо позитивной (Dar-Hsin Chen et al., 2009), либо незначимой (Zuguang et al., 2010). Важно отметить, что периоды наблюдений в данных исследованиях охватывали временные отрезки не позже 2009 г. В данной же работе рассматривается период 2016–2019 гг., и именно изменения, произошедшие накануне и в течение данного периода, могли способствовать получению несколько иных результатов, а именно:

1. Изменения в структуре собственности компаний после введения реформы о дробной структуре акций

До 2005г. в Китае действовала система дробной структуры акций: 1/3 акций свободно обращалась на рынке (tradable shares), в то время как 2/3 акций находились в собственности одних и тех же лиц и не могли обращаться на рынке (non-tradable shares). При этом второй тип акций часто находился в руках контролирующего собственника, в половине случаев – государства и его дочерних компаний. Держатель второго типа акций (non-tradable shares) не мог получать доход от прироста капитала, поэтому был заинтересован исключительно в дивидендном доходе; в то же время держатели первого типа акций (tradable shares), наоборот, были больше заинтересованы в доходе от прироста капитала, поскольку он не облагается налогом в Китае, в отличии от дивидендов. Это приводило к серьезным конфликтам интересов между миноритарными и мажоритарными собственниками. В 2005 г. в Китае была инициирована реформа по отказу от системы дробной структуры акций, при этом держатели неторгуемых акций должны были их конвертировать не единоразово, а постепенно: не более 10% в течение первых двух лет. Таким образом, в период 2016 - 2019гг. акции типа non-tradable уже перешли в статус свободно обращающихся на рынке, и можно наблюдать результаты применения этой реформы. В работе Yufan Zhao и Sin Huei Ng (2021) авторы собрали данные по 800 компаниям и выявили, что средняя доля компаний с контролируемым собственником за 2004–2017 гг. снизилась с 37,9% до 16,31%, что увеличилась доля независимых директоров в компаниях, дивидендные выплаты стали более стабильными. Реакция рынка на рост дивидендов до и после реформы была положительной, при этом авторы отметили, что для компаний с высокой концентрацией собственности реакция может быть негативной в связи с “tunnel effect”, то есть склонностью контролирующих собственников выводить деньги из компании для своих личных целей. Также отмечается, что появилась связь дивидендов со свободным денежным потоком, которой не было до реформы, что говорит о том, что дивиденды стали инструментом по ограничению свободного денежного потока в руках менеджеров. [[60]](#footnote-60)

Таким образом, после введения реформы дивиденды стали более стабильными, и их сигнальная роль возросла, что и могло стать причиной полученных в данной работе результатов. Неудвитиельно, что в раннем исследовании (Dar-Hsin Chen et al., 2009), до развертывания реформы 2005г. реакция на негативный дивидендный сюрприз была положительной: для инвесторов это могло означать, что больше денег остается в компании, а не изымается контролирующим собственником в личных целях.

1. Изменение налогообложения дивидендов

В 2015г. Комиссией по ценным бумагам Китая была инициирована реформа, согласно которой вводился дифференцированный налог на дивиденды: для держателей акций до 1 месяца действовала ставка налога 20%, от месяца до 1 года – 10%, более 1 года – 0%. Таким образом, если раньше доход от прироста капитала имел преимущество с точки зрения налога по сравнению с дивидендами, так как он не облагался налогом, то с 2016 года при условии долгосрочного инвестирования это преимущество стало нерелевантным. Следовательно, можно предположить, что какая-то часть инвесторов стала отдавать предпочтение именно дивидендному доходу, и «база клиентов» дивидендных акций увеличилась. Расширение этой базы могло послужить тому, что рынок стал негативно реагировать на объявления о дивидендах ниже ожидаемого уровня.

3) Лопнувший «пузырь» фондового рынка в 2015 г.

Летом 2015 г. рыночный индекс Китая потерял треть своей стоимости за пару месяцев. Причиной было то, что рынок был чрезвычайно перегрет, в разы опережая стоимость реальной экономики, из-за притока необразованных инвесторов на биржу и роста спекуляций. Кроме того, правительство Китая не только не пыталось предотвратить этот обвал, но, наоборот, только «надувало пузырь», пропагандируя инвестиции в фондовой рынок, снижая процентную ставку и ослабляя требования к условиям маржинального кредитования.

После подобного обвала, рейтинговое агентство [Moody’s](https://ru.wikipedia.org/wiki/Moody%E2%80%99s) приняло решение о понижении прогноза по кредитному рейтингу Китая со «стабильного» до «негативного»; внутренние инвесторы тоже поняли, что китайский рынок «опасен»: его изолированность от зарубежных инвестиций создала идеальную среду для спекулятивных сделок внутри страны, а гиперцентрализованное правительство уделяет мало внимания проблемам фондового рынка, фокусируясь на вопросах реальной экономики. В этих «опасных» условиях боле надежным представляется именно регулярный доход от инвестиций в виде дивидендов, а не надежда на долгосрочный рост акций.[[61]](#footnote-61)

4) Торговая война с США, ставшая причиной высокой неопределенности и напряженности на фондовом рынке

В 2018 году США ввели тарифы на экспортную продукцию из Китая: 30% на солнечные панели и 20% на стиральные машины. Позднее список товаров, попадающих под тарифы, расширился и стал охватывать продукцию отраслей машиностроения, информационных технологий, космонавтики. Вскоре Китай наложил ответные тарифы на импорт из США, и торговая война стала только усугубляться. На этом фоне с китайского рынка начали уходить иностранные инвесторы в связи с повышенными рисками. Многие крупные компании (более 300 публичных компаний) отчитались об убытках за год более чем 15 млн долл., во-первых, в связи с тарифами на экспорт в США, а во-вторых, в связи с общим мрачным настроением внутренних потребителей, которые стали меньше потреблять, что отразилось в рекордном падении продаж автомобилей и электроники. Эти события стали оказывать давление на фондовый рынок Китая: рыночный индекс Шанхая в 2018г. второй год подряд показал худшую динамику в мире, упав на 24,6%, а средний торговый оборот за день на обеих биржах Шанхая и Шеньженя достиг своего минимума с 2014 г. – 54 млрд долл.

Снижение показателей производства и экспортных продаж на фоне торговой войны, общее замедление роста экономики (6,6% в 2018 г. – самое низкое значение роста ВВП за 28 лет), снижение котировок китайских компаний на фондовом рынке – все это подрывало доверие инвесторов к будущему китайских акций, и как следствие, вероятно, росла ценность дивидендных выплат. Кроме того, дивиденды служили сигналом о финансовом состоянии компаний, многие из которых потерпели убытки в период торговой войны. Так, выплата дивидендов ниже консенсуса могла интерпретироваться инвесторами как опасения компаний по поводу получения прибылей в будущем и вызывать негативную реакцию.[[62]](#footnote-62)

**Результаты анализа в разрезе отраслей**

1. Значение CAAR в разрезе отраслей для выборки китайских компаний

|  | CAAR для негативного сюрприза | CAAR для позитивного сюрприза | Число наблюдений в выборке |
| --- | --- | --- | --- |
| **Communication Services (Коммуникационные сервисы)** | -0, 050 | 0,274 | 3 |
| **Energy (Энергетика)** | -0,068\*\* | 0,029 | 11 |
| **Сonsumer Staples (Потребительские товары ежедневного спроса)** | 0,127 | -0,011 | 4 |
| **Consumer Discretionary (Потребительские товары выборочного спроса)** | 0,011 | -0,010 | 18 |
| **Health Care (Здравоохранение)** | -0,026 | -0,010 | 4 |
| **Industrials (Промышленность)** | -0,031 | -0,030 | 16 |
| **Information Technology (Информационные технологии)** | -0,006 | 0,066\*\* | 39 |
| **Materials (Материалы)** | -0,003 | -0,044 | 19 |
| **Utilities (Коммунальные услуги)** | 0,037 | -0,062 | 4 |
| **Real Estate (Недвижимость)** | -0,055\* | 0,067\* | 14 |

Для случая негативного сюрприза были получены статистически значимые CAAR для секторов Energy и Real Estate. Оба значения оказались отрицательными (- 6,8% и -5,5%) и оба по модулю больше, чем CAAR для всей выборки. Эти два сектора отличаются высокой дивидендной доходностью. Так, например, в индексе MSCI китайских дивидендных акций (China All Shares High Dividend Yield) среди топ-10 компаний в составе 4 относятся к финансовому сектору (который был исключен из выборки), 2 – к сектору Real Estate и 1 – к сектору Energy. Аналогично в другом индексе китайских дивидендных акций Hang Seng Mainland China Companies High Dividend Yield Index наибольшую долю занимают две компании из Real Estate и компания из Energy. Вероятно, из-за высоких дивидендов в этих акциях сформировалась «клиентская база» инвесторов, ориентированных на дивидендный доход, поэтому в этих секторах наблюдается более сильная реакция на плохие дивидендные сюрпризы, чем в среднем по выборке.

Для случая позитивного сюрприза были получены значимые CAAR для секторов Information Technology и Real Estate, причем в обоих случаях наблюдается более выраженная положительная реакция чем в среднем по выборке. В секторе Real Estate, как было выявлено, высокая дивидендная доходность, возможно поэтому и реакция рынка на объявления о дивидендах сильнее. В то же время в секторе IT не наблюдается такой высокой дивидендной доходности – компании этой отрасли почти не представлены в перечисленных выше индексах. Можно предположить, что в компаниях IT высокая потребность в сигнале: во-первых, предсказать будущее таких компаний не так просто, как компаний из традиционных отраслей, поскольку они обычно занимаются разработкой инноваций, которые могут не окупиться или не оказаться востребованными; во-вторых, скорее всего, это более молодые компании (средний размер активов IT-отрасли значительно меньше чем по всей выборке), а значит, еще не успевшие себя зарекомендовать на рынке так, как зрелые компании с многолетним опытом; в-третьих, в период торговой войны с США продажи продуктов и услуг из IT-отрасли попали под повышенные тарифы, и высокие дивиденды могли служить сигналом рынку, что несмотря на тарифы, компания сохраняла уверенность в будущих денежных потоках.

## 3.6 Результаты регрессионного анализа

Перед проведением регрессионного анализа был проведен корреляционный анализ для переменных каждой модели для двух выборок по России и по Китаю в отдельности. В результате не было выявлено сильной корреляции между факторами (все выборочные коэффициенты оказались меьше 0.7 по модулю), что свидетельствует о низкой вероятности проблемы мультиколлинеарности в моделях (корреляционные матрицы представлены в Приложении 8). Исключение составил коэффициент корреляции между переменными lassets и lmarketcap - размером активов и рыночной капитализацией, в связи с чем эти переменные не были одновременно включены ни в одну модель.

Поскольку исследование проводилось на панельных данных, необходимо было определить подходящий вид регрессионной модели для каждой из двух выборок – китайской и российской. Выбор модели проходил по следующему алгоритму:

1. Построение модели регрессии с фиксированными эффектами, была оценена значимость модели в целом, а также значимость каждой из переменных.

2. Тест Вальда с нулевой гипотезой о том, что модель сквозной регрессии предпочтительнее, чем модель с фиксированными эффектами.

3. Построение модели регрессии со случайными эффектами, была оценена ее значимость и значимость каждой из переменных.

4. Тест Бреуша-Пагана с нулевой гипотезой о том, что модель сквозной регрессии предпочтительнее, чем модель со случайными эффектами.

5. Тест Хаусмана с нулевой гипотезой о том, что модель со случайными эффектами предпочтительнее, чем модель с фиксированными эффектами.

6. Выбор наиболее подходящей модели, исходя из результатов тестов.

В результате наиболее подходящим типом модели для обеих выборок стала модель со случайными эффектами. Для элиминирования возможных проблем с гетероскедастичностью остатков были оценены модели со случайными эффектами с использованием робастных ошибок.

Далее каждая из моделей была протестирована на мультиколлинеарность независимых переменных в модели с помощью показателей VIF. В результате теста ни в одной из моделей не было получено выcоких значений VIF (>4).

В таблице 11 представлены результаты регрессионного анализа для случая «хорошего сюрприза». При этом отметим, что в таблице отсутствуют значения коэффициентов при переменных EPS\_confirm, DPS\_change и lassets, поскольку данные переменные не оказались значимы ни в одной из моделей, и их было решено исключить в связи с небольшим объемом выборок.

1. Результаты регрессионного анализа для случая «хорошего сюрприза» (в скобках указана величина стандартной ошибки)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Независимая  переменная | Россия | | | Китай | | |
| Номер модели | 1 модель | 2 модель | 3 модель | 1 модель | 2 модель | 3 модель |
| *Large* | .040\*\* (.019) | .035\*\* (.019) | .035\*\* (.017) | -.049 (.036) | -.027 (.044) | -.052 (.036) |
| *Small* | .022 (.024) | .017 (.021) | .0223 (.024) | -.039\*\* (.020) | -.035 (.024) | -.042\*\* (.021) |
| *Div\_yield* | .714\*\*\* (.195) | .855\*\*\* (.207) | .739\*\*\* (.185) | 1.436 (1.152) | 1.105 (1.014) | 1.311 (1.148) |
| *P\_BV* | -.002\*\*\* (.000) | -.002\*\*\* (.000) | -.002\*\*\* (.000) | .025\*\*\* (.004) | .022\*\*\* (.005) | .024\*\*\* (.006) |
| *Dps\_surprise* | -.003 (.025) | -.015 (.025) | -.003 (.025) | .000 (.000) | 6.70e-06 (.000) | 8.44e-06 (.000) |
| *Eps\_surprise* | -.024 (.026) | -.033 (.025) | -.026 (.025) | .017 (.017) | .001 (.020) | .009 (.022) |
| *State\_control* | -.002 (.014) | -.002 (.014) | .001 (.016) | .022 (.018) | .026 (.026) | .017 (.024) |
| *High\_return* |  | -.039\*\* (.018) |  |  | -.039 (.026) |  |
| *Low\_return* |  | -0.058\*\*\* (.022) |  |  | -.040 (.051) |  |
| *High\_volatility* |  |  | -.010 (.016) |  |  | .040 (.028) |
| *Low\_volatility* |  |  | .013 (.019) |  |  | .037 (.041) |
| *Cons* | -.024 (.021) | .004 (.019) | -.025 (.024) | -.051 (.027) | -.022 (.029) | -.066 (.022) |
| *within* | 0.2140 | 0.3426 | 0.2446 | 0.1841 | 0.2086 | 0.1855 |
| *between* | 0.7477 | .7971 | 0.7529 | 0.5238 | 0.5598 | 0.5630 |
| *overall* | 0.5007 | 0.5697 | 0.5115 | 0.3221 | 0.3533 | 0.3607 |
| *P-value* | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| *N* | 62 | 62 | 62 | 48 | 48 | 48 |
| *Тип модели(сквозная/fe/re)* | re | re | re | re | re | re |

Переменные, отвечающие за размер компании, оказались значимы и для Китая, и для России. Для российской выборки оказалось, что положительная реакция на дивиденды сильнее для более крупных компаний. Это можно объяснить тем, что наиболее капитализированные компании выборки (Роснефть, Лукойл, Газпром и др.) — это компании сектора Materials, генерирующие значительные денежные потоки и традиционно выплачивающие щедрые дивиденды, поэтому для них реакция на новость об очередной выплате для них в среднем сильнее чем для прочих компаний. Для китайской выборки оказалось, что небольшие по капитализации компании слабее реагируют на новость о дивидендах, чем компании среднего размера, вероятно по той же причине: компании с маленькой капитализацией находятся в ранней стадии развития и еще не могут позволить себе платить крупные дивиденды в отличие от более зрелых фирм.

Было обнаружено, что положительная реакция, выраженная через CAAR (-10,10), имеет положительную взаимосвязь с ожидаемой дивидендной доходностью для российского рынка (на 1%-ом уровне значимости), то есть по мере увеличения дивидендной доходности положительная реакция на дивиденды выше консенсуса увеличивалась. Это можно объяснить тем, что на российском рынке имеет место «clientele effect»: у компаний с высокой дивидендной доходностью формируется «клиентская база» инвесторов, которые ценят дивидендный доход в силу институциональных или поведенческих причин. Например, дивиденды могут предпочитать благотворительные, пенсионные, трастовые и иные фонды, а также индивидуальные инвесторы, которые хотят получать регулярные доходы и расходовать их в зависимости от своих целей. На китайском рынке статистически значимой взаимосвязи с фактором дивидендной доходности не было получено, что может быть связано с меньшим объемом выборки.

Переменная с показателем P/BV оказалась значима для обоих рынков, однако с разными знаками при коэффициенте. На российском рынке была обнаружена обратная связь между степенью положительной реакции и показателем P/BV, таким образом подтвердилась теория свободного денежного потока: чем больше возможности роста компании (измеренные показателем P/BV), тем ограниченнее будет позитивная реакция на объявления о дивиденде, превышающем ожидания аналитиков. Данный результат согласуется с результатами некторых аналогичных исследований (Lang L. H. P., Litzenberger, 1989), (Veira E, 2011). В то же время на китайском рынке наблюдается противоположный эффект: значение CAAR в среднем увеличивается при увеличении показателя P/BV компании. Данный результат противоречит теории переинвестирования, однако его можно объяснить особенностями выборки. Большую часть китайской выборки составляют компании IT-сектора, которые рассматривают Шэньчжэньскую биржу как наиболее привлекательную для размещения в Китае: на ней даже была запущена отдельная площадка ChiNext, ориентированная на акции инновационных компаний и стартапов, почти половина всех компаний, залистингованных на Шэньчжэньской бирже, торгуется именно на ChiNext. Бурно растущие технологические компании, как правило, имеют высокий показатель P/BV (в выборке китайских компаний среднее значение P\_BV действительно оказалось самым высоким для компаний IT – 4,87 против среднего значения по всей выборке 3,18). При этом инновационные компании относительно молодые и небольшие по размеру в сравнении с гигантами из более традиционных отраслей – так, было выявлена достаточно сильная обратная связь между размером активов в китайских компаниях и их значением P\_BV c коэффициентом корреляции -0,5. Следовательно, инвесторы в эти компании имеют большую потребность в сигнале о ее текущих и будущих финансовых потоках, особенно с учетом того, что деятельность компаний технологического сектора часто связана с высокими рисками, например, что их технологии окажутся невостребованы или разработки и вовсе не увенчаются успехом. Поэтому по мере роста P\_BV растет и положительная реакция на дивиденды сверх ожидаемых, которые служат позитивным сигналом для рынка.

На российском рынке был получен статистически значимые коэффициенты при переменных “low\_return” и “high\_return”, равные -0,064037 (на 1%-ом уровне значимости) и -0,037 (на 5%-ом уровне значимости). Это позволяет сделать вывод, что в среднем при прочих равных рынок реагирует хуже на положительный дивидендный «сюрприз», если в период до объявления (за 30 торговых дней накануне объявления) наблюдалась доходность рынка ниже или выше среднего. Результат для переменной “low\_return” не соотносится с результатами работы (Below, Johnson, 1996), согласно которой новость о росте дивидендов содержит больше информации во время «медвежьего рынка». Однако полученный результат согласуется с моделью Veronesi (1999), согласно которой инвесторы применяют более высокую ставку дисконтирования к «хорошим новостям», если они объявляются в «плохие времена», то есть времена относительно низкой доходности рынка; в повышенную ставку закладывается неопределенность, связанная с будущим потоком дивидендов. В то же время при переменной «high\_return» тоже был получен отрицательный знак, что тоже можно объяснить более высокой неопределенностью во времена, когда на рынке наблюдается доходность выше или ниже средних значений. Аналогично, был зафиксирован отрицательный коэффициент у «high\_return» для китайской выборки.

1. Результаты регрессионного анализа для случая «плохого сюрприза» (» (в скобках указана величина стандартной ошибки)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Независимая  переменная | Россия | | | Китай | | |
| Номер модели | 1 модель | 2 модель | 3 модель | 1 модель | 2 модель | 3 модель |
| *Large* | -.001 (.021) | .017 (.029) | -.004 (.020) | .015 (.028) | .017 (.030) | .027 (.029) |
| *Small* | .020\*\* (.010) | .025\* (.014) | .015 (.012) | -.008 (.021) | -.011 (.021) | -.008 (.021) |
| *Div\_yield* | .487\*\* (.243) | .436\*\* (.240) | .413 (.338) | -1.285\*\* (.524) | -1.302\*\* (.585) | -1.093\*\* (.576) |
| *P\_BV* | -.010\*\* (.004) | -.010\*\* (.005) | -.010\*\* (.004) | -.000 (.002) | .000 (.003) | -.000 (.003) |
| *Dps\_surprise* | -.009 (.034) | -.020 (.038) | -.009 (.035) | -.021\*\*\* (.004) | -.020\*\*\* (.004) | -.017\*\* (.005) |
| *Eps\_surprise* | -.021 (.030) | -.026 (.033) | -.020 (.030) | .148\* (.087) | .142 (.090) | .177\* (.097) |
| *State\_control* | -.006 (.022) | -.015 (.026) | -.006 (.024) | -.027 (.017) | -.035 (.026) | -.034\* (.019) |
| *High\_return* |  | -.050 (.035) |  |  | .017 (.031) |  |
| *Low\_return* |  | -.027 (.023) |  |  | .010 (.029) |  |
| *High\_volatility* |  |  | .016 (.017) |  |  | .034 (.024) |
| *Low\_volatility* |  |  | .017 (.030) |  |  | .042\* (.024) |
| *Cons* | -.030 (.021) | -.007 (.032) | -.036\* (.020) | -.002 (.031) | -.009 (.033) | -.030 (.037) |
| *within* | 0.1700 | 0.2532 | 0.1145 | 0.2230 | 0.2448 | 0.2167 |
| *between* | 0.3141 | 0.2458 | 0.3723 | 0.0403 | 0.0301 | 0.0846 |
| *overall* | 0.1243 | 0.2268 | 0.1395 | 0.1494 | 0.1536 | 0.1932 |
| *P-value* | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| *N* | 43 | 43 | 43 | 77 | 77 | 77 |
| *Тип модели(сквозная/fe/re)* | re | re | re | re | re | re |

Для российского рынка снова оказался значима переменная, отвечающая за размер компании с положительным знаком, то есть негативная реакция на «плохой сюрприз» будет слабее для компаний с капитализацией ниже среднего. Это аналогично можно объяснить тем, что компании с низкой капитализацией обычно молодые и небольшие, и платят дивиденды меньшего размера, чем, например, гиганты из нефтегазовой отрасли, в связи с чем реакция на их дивиденды не столь выраженная.

Для случая «плохого сюрприза» по российскому рынку вновь был получен положительный коэффициент при переменной div\_yield: можно заключить, что чем больше дивидендная доходность у акций, тем лучше будет реакция рынка на объявление дивидендов, независимо от того, будет это объявление «плохим» или «хорошим» сюрпризом. В то же время по китайской выборке был получен противоположный результат, то есть чем больше у акций дивидендная доходность, тем хуже будет реакция на «негативный сюрприз». Данный результат подтверждает выдвинутую гипотзу «эффекта клиента».

Противоположные результаты по росийской и китайской выборкам можно объяснить разницей в средней дивидендной доходности для обеих. Исходя из описательной статистики, среднее значение ожидаемой дивидедндной доходности в российской выборке составляет 7,25% против 1,7% в китайской выборке. Средняя дивидендная доходность в России в течение наблюдаемого периода была одной из самых высоких в мире, а в 2019 г. стала лидером среди всех стран. Вполне возможно, именно поэтому реакция на негативный сюрприз в России снижается по мере увеличения дивидендной доходности, поскольку даже с учетом неоправдавшихся ожиданий инвесторов они все равно получают неплохой дивидедндый доход.

Коэффициент при P\_BV для России по-прежнему остается негативным, то есть чем больше у компании возможности роста (измеренные через P\_BV), тем хуже ценовая реакция на любые объявления дивидендов, независимо от того, выше они или ниже консенсуса.

Коэффициент при DPS\_surprise, отражающий величину негативного дивидендного сюрприза, взятого по модулю, получился отрицательным для Китая на 1%-м уровне значимости. Данный результат подвтерждает гипотезу о том, что чем больше дивиденд расходится с прогнозом, тем больше информации он содержит для инвесторов, и тем негативнее реагирует рынок. На российском рынке данная переменная оказаалсь незначима.

Коэффициент при EPS\_surprise, отражающий ошибку прогноза по ранее объявленной прибыли, взятой по модулю, вопреки ожиданиям, оказался положительным, то есть реакция рынка на негативный дивидедный сюрприз будет лучше для компаний с большой ошибкой прогноза. Можно предположить, что в компаниях с большой ошибкой прогноза прибыли имеет место большая информационная ассиметрия, и следовательно, неопределенность инвесторов в отношении будущих денежных потоках таких компаний. Объявления дивидендов, даже если они меньше консесуса, служат дополнительным источником информации для акционеров таких компаний, и поэтому вызывают менее негативную реакцию, чем в случае крупных фирм с меньшей информационной ассиметрией.

В китайской выборке также оказалась значимой переменная state\_control, которая отвечает за факт контроля государства над компанией (доля голосующих акций> 50%) с коэффициентом -0,034 на 10%-ом уровне значимости. Это позволяет принять гипотезу о том, что реакция на дивидедные сюрпризы будет более выраженной для госкомпаний. В Китае государственные компании в среднем платят дивиденды больше, чем частные (Ванг Х. и др., 2010, Вэй Д. и др., 2004), поэтому в силу «эффекта клиента», скорее всего, акционеры таких компаний рассчитывают на высокую дивидендную доходность, и не получив ее на том уровне, который ожидался, сильно разочаровываются, что и отражается в доходности акций.

На выборке китайских компаний также оказалась значимой переменная Low\_volatility с положительным коэффициентом 0,43 на 10%-м уровне значимости. Это говорит о том, что в среднем при прочих равных во времена, когда на рынке наблюдается волатильность ниже среднего, инвесторы недооценивают событие с объявлением дивидендов (“underreact”) ниже прогноза и наблюдается менее выраженная негативная реакция. Это соотносится с моделью Veronesi (1999), в рамках которой степень реакции рынка на то или иное событие связывается со степенью неопределенности на рынке, которую можно измерить волатильностью доходности рыночного индекса.

В таблицах 15 и 16 представлены результаты регрессионного анализа относительно выдвинутых гипотез только в отношении тех факторов, которые оказались значимы хотя бы для одного из рынков.

1. Сравнение результатов для негативного дивидендного сюрприза (объявленный дивиденд ниже прогноза более чем на 5%)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Фактор | Гипотеза | Эмпирический результат (Россия) | Эмпирический результат (Китай) |
| **Сигнальная теория** | | | |
| Размер компании | Чем меньше компания, тем сильнее реакция | Чем меньше компания, тем слабее реакция | Чем меньше компания, тем слабее реакция |
| Величина дивидендного «сюрприза», взятая по модулю | Чем больше негативный сюрприз, тем хуже реакция | Не получено значимых результатов | Гипотеза подтвердилась |
| Величина ошибки прогноза по прибыли, взятая по модулю | Чем больше ошибка прогноза прибыли, тем хуже реакция | незначима | Чем больше ошибка прогноза прибыли, тем лучше реакция |
| **Теория свободного денежного потока** | | | |
| P\_BV | Чем больше P\_BV, тем лучше реакция | Чем больше P\_BV, тем хуже реакция | незначима |
| **Теория «эффекта клиента»** | | | |
| Ожидаемая дивидендная доходность | Чем больше ожидаемая дивидендная доходность, тем хуже реакция | Чем больше ожидаемая дивидендная доходность, тем лучше реакция | Гипотеза подтвердилась |
| **Теория зависимости от контекста («frame dependence»)** | | | |
| Волатильность рынка ниже среднего накануне объявления (бинарная переменная) | Во времена низкой волатильности на рынке негативная реакция будет меньше | незначима | Гипотеза подтвердилась |
| **Фактор государственного контроля** | | | |
| Доля голосующих акций у государства >50% (бинарная переменная) | Для компаний, подконтрольных государству, негативная реакция будет более выраженной | незначима | Гипотеза подтвердилась |

1. Сравнение результатов для позитивного дивидендного сюрприза (объявленный дивиденд выше прогноза более чем на 5%)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Гипотеза | Эмпирический результат (Россия) | Эмпирический результат (Китай) |
| Теория эффекта клиента («clientele effect») | | | |
| Ожидаемая дивидендная доходность | Чем больше ожидаемая дивидедная доходность, тем лучше реакция | Гипотеза подтвердилась | незначима |
| Теория свободного денежного потока | | | |
| P/BV | Чем больше P\_BV, тем хуже реакция | Гипотеза подтвердилась | Чем больше P\_BV, тем лучше реакция |
| Теория зависимости от контекста («frame dependence») | | | |
| Доходность рынка ниже среднего накануне объявления (бинарная переменная) | Во времена низкой доходности на рынке реакция будет лучше | Во времена низкой доходности на рынке реакция будет хуже | незначима |
| Доходность рынка выше среднего накануне объявления (бинарная переменная) | Не было выдвинуто гипотезы | Во времена высокой доходности на рынке реакция будет хуже | незначима |

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данное исследование было нацелено на оценку направления и факторов реакции развивающихся рынков России и Китая на объявления с «дивидендным сюрпризом». Проведенная работа, во-первых, привносит вклад в существующую дискуссию в области финансов, поскольку в ней тестируется сигнальная роль дивидендов на развивающихся фондовых рынках Китая и России, а также приводится свидетельство в пользу неэффективности этих двух рынков. Кроме того, реакция рынка на новости о дивидендах дополнительно рассматривается с точки зрения поведенческих теорий (теории «эффекта клиентской базы» и «зависимости от контекста»), расширяя знания о поведении инвесторов на развивающихся рынках. Во-вторых, результаты данного исследования позволят расширить инструментарий компаний при выборе стратегии распределения денежного потока, максимизирующей ценность для акционеров. Наконец, выводы данного исследования могут быть полезны инвесторам, в том числе спекулирующим на краткосрочных движениях рынка.

В ходе применения методологии анализа событий («event study») на выборке объявлений были получены статистически значимые результаты, подтверждающие сигнальную гипотезу на обоих рынках: рынок положительно реагировал на объявления с «позитивным» дивидендным сюрпризом (накопленная средняя избыточная доходность CAAR была положительной в последний день в окне события) и отрицательно реагировал на объявления с «негативным» дивидедным сюрпризом (CAAR была отрицательной в последний день в окне события). При этом на обоих рынках были зафиксированы статистически значимые значения сверхдоходности акций накауне дня объявления, что может говорить о распространении инсайдерской информации – одного из признаков неэффективного рынка.

В ходе анализа в разрезе отраслей было выявлено, что на отечественном рынке сильнее чем в среднем по выборке на дивидедные сюрпризы реагировали инвесторы в отраслях Materials и Energy, представители которых традиционно считаются «дойными коровами» в силу высокой дивидендной доходности. На рынке Китая более сильная реакция чем в среднем была зафиксирована в отраслях Energy и Real Estate, которые наряду с финансовым сектором, считаются отраслями с самой наиболее высокой дивидендной доходностью в Китае. Также была зафикисирована более сильная пололжительная реакция на новость о позитивном сюрпризе в секторе IT, вероятно, потому что представители этого сектора больше испытывают потребность в сигнале: они относительно невелики (если оценивать по величине активов), имеют риски, связанные с разработкой инноваций, а также попали под высокие тарифы на экспорт в период торговой войны.

Полученные результаты частично совпали с результатами предыдущих исследований. Различия в результатах были интепретированы исходя из особенностей периода наблюдения 2016–2019 гг.: в России – внедрение нормы выплат дивидендов для госкомпаний в размере 50% от чистой прибыли; давление со стороны санкций и нарастающей политической напряженности. В Китае в этот период начал действовать дифференцированный налог на дивиденды, а также развернулась торговая война с США, ударившая по многим секторам экономики страны.

Можно заключить, что на обоих рынках различие фактического дивиденда от консенсус-прогноза аналитиков является значимым сигналом, что может служить стимулом для руководства публичных компаний отслеживать такие прогнозы и учитывать их при принятии решений о распределении денежного потока. Для инвесторов информация о наличии сверхдоходностей акций вокруг объявления с дивидендным сюрпризом открывает возможности использовать неэффективность китайского и российского рынков в своих интересах и выиграть на краткосрочных движениях цен.

Помимо этого, руководству компаний и инвесторам рекомендуется обращать внимание и на другие специфические факторы, влияние которых было протестировано в ходе регрессионного анализа. Так, например, реакция на дивидендные сюрпризы для обоих рынков будет более выраженной для компаний с капитализацией выше среднего и менее выраженной – для компаний с капитализацией ниже среднего. Также имеет значение ожидаемая дивидендная доходность акций: при ее увеличении в России реакция на любые объявления дивидендов будет улучшаться, в то время как в Китае она будет лучше только для новости с позитивным сюрпризом, а для новости с негативным – реакция будет хуже, что можно связать с проявлением эффекта «клиентской базы». С восприятием новости о дивидендах также тесно взаимосвязан показатель P/BV, выступающий как прокси возможностей роста: в России при увеличении этого показателя рынок реагирует хуже на любой дивидендый сюрприз, судя по всему, предполагая, что распределенные средства компания могла бы инвестировать в свое развитие. В то же время в Китае, наоборот, рынок в среднем лучше воспринимает новость о дивидендах при возрастании P/BV у компании. Это можно объяснить особенностями выборки: большая часть компаний принадлежит к ИТ-сектору, который широко представлен на Шэньчжэньской бирже, поддерживающей стартапы и инновационные компании. Представители ИТ имеют высокий P/BV (выше, чем во всех остальных секторах выборки), и при этом испытывают большую потребность в сигнале, подтверждающем их финансовые перспективы. Поэтому китайский рынок склонен воспринимать новость о дивидендах свыше консенсуса в высоко оцененных компаниях с более выраженным оптимизмом.

Кроме того, руководству компаний следует учитывать общее настроение на рынке перед объявлением о дивидендах, поскольку решения инвесторов могут быть подвержены влиянию «контекста». Было обнаружено, что в России в периоды подъема рынка или, наоборот, его просадки ниже среднего уровня, инвесторы склонны хуже реагировать на дивидендные сюрпризы, вероятно, в связи с более высокой неопределенностью, которая закладывается в ставки дисконтирования денежных потоков компаний, согласно модели Veronesi (1999). Похожий вывод был сделан и для китайского рынка, на котором в периоды волатильности на рынке ниже среднего, то есть в услових относительной определенности, рынок склонен реагировать лучше на дивидендные сюрпризы, в том числе негативные, чем компания может воспользоваться при необходимости объявления дивиденда ниже ожидаемого.

Таким образом, результаты данного исследования не только вносят вклад в область знаний, посвященных ценовой реакции на дивиденды на развивающихся рынках, но и могут быть использованы менеджментом при принятии дивидендных решений. Используя данные о взаимосвязи различных факторов с реакцией рынка, компании могут более точно прогнозировать, какой именно будет реакция на тот или иной дивидендный сюрприз, исходя из своих собственных особенностей и состояния рынка в целом. Инвесторы же могут совершать выгодные сделки по купле-продажи акций вокруг объявления, используя краткосрочные изменения в цене.

Из ограничения исследования следует отметить, что для формирования китайской выборки были использованы данные по компаниям, залистингованным на Шэньчжэньской бирже. Однако в Китае есть и другие две биржи – Шанхайская и Гонконгская, которые достаточно сильно отличаются от Шэньчжэньской по составу компаний. Для более полной картины по китайскому рынку имеет смысл провести аналогичное исследование и для этих бирж тоже.

Также ограничением выступает период исследования – на полученные результаты достаточно сильно могли повлиять события, происходящие на рынках в это время, поэтому полученные результаты нельзя назвать абсолютно универсальными для любого периода.

В будущем для продолжения дискуссии на тему ценовой реакции развивающихся рынков на дивидедные «сюрпризы» имеет смысл рассмотреть также переменные, отвечающие за структуру собственности компании. Так, например, можно выявить взаимосвязь реакции на дивиденды с долей в собственности компании институциональных инвесторов, менеджеров-инсайдеров, иностранных собственников. Это потенциально может позволить рассмотреть реакцию рынка на дивидедные сюрпризы в контексте проблем корпоративного управления, а также определить группы «клиентуры» дивидендного дохода в рамках теории «эффекта базы клиента».

# Список литературы

1. Абрамов А. Е. и др. Особенности и риски дивидендной политики российских акционерных обществ //Экономическое развитие России. – 2021. – Т. 28. – №. 8. – С. 37-46.
2. Аналитический обзор «Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг.» [Электронный ресурс]. – Национальное рейтинговое агентство, 2019. - Режим доступа:   
   https://www.ra-national.ru/ru/node/63468. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2022)
3. Аналитический обзор «Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг.», Национальное

Березинец И. В. и др. Реакция российского рынка акций на дивидендные" сюрпризы": эмпирическое исследование //Российский журнал менеджмента. – 2016. – Т. 14. – №. 2. – С. 29-48.

1. Березинец И. В. и др. Реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование //Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2015. – №. 1. – С. 44-90.
2. Как публичные компании платят дивиденды [Электронный ресурс]. – Журнал «Тинькофф», 2018. - Режим доступа:   
   https://journal.tinkoff.ru/news/50percent/. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2021)
3. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых // Аудит и финансовый анализ. 2008. Вып. 2.С. 1–15.

Теплова Т.В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // Финансовый менеджмент.2011. No 1. С. 13–25.

Aharony J., Swary I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis //The Journal of finance. – 1980. – Т. 35. – №. 1. – С. 1-12.

1. Amihud Y., Murgia M. Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany //The Journal of Finance. – 1997. – Т. 52. – №. 1. – С. 397-408.

Andres C. et al. The information content of dividend surprises: Evidence from Germany //Journal of Business Finance & Accounting. – 2013. – Т. 40. – №. 5-6. – С. 620-645.

1. Bajaj M., Vijh A. M. Dividend clienteles and the information content of dividend changes //Journal of Financial Economics. – 1990. – Т. 26. – №. 2. – С. 193-219.
2. Bertrand P., Dury M. E., Xiao B. A study of Chinese market efficiency, Shanghai versus Shenzhen: Evidence based on multifractional models //Mathematical Methods in Economics and Finance. – 2020. – Т. 13. – С. 19-36.

Best R. J., Best R. W. Prior information and the market reaction to dividend changes //Review of Quantitative Finance and Accounting. – 2001. – Т. 17. – №. 4. – С. 361-376.

1. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and" the bird in the hand" fallacy //The bell journal of economics. – 1979. – С. 259-270.
2. Business extent of disclosure index [Электронный ресурс]. – The World Bank, 2021. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.DISC.XQ>. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2022)
3. Chakravarty S., Sarkar A., Wu L. Information asymmetry, market segmentation and the pricing of cross-listed shares: theory and evidence from Chinese A and B shares //Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 1998. – Т. 8. – №. 3-4. – С. 325-356.
4. Chan K., Menkveld A. J., Yang Z. Information asymmetry and asset prices: Evidence from the China foreign share discount //The Journal of Finance. – 2008. – Т. 63. – №. 1. – С. 159-196.

Chen D. H., Liu H. H., Huang C. T. The announcement effect of cash dividend changes on share prices: An empirical analysis of China //Chinese Economy. – 2009. – Т. 42. – №. 1. – С. 62-85.

1. China’s Stock Market, Including Shanghai, Shenzhen, and Hong Kong [Электронный ресурс]. – “The Balance”, 2022. - Режим доступа:   
   https://www.thebalance.com/china-stock-market-shanghai-shenzhen-hong-kong-3305480 . – Загл. с экрана. (дата образения 20.04.2022)
2. Daniels K., Shin T. S., Lee C. F. The information content of dividend hypothesis: A permanent income approach //International review of economics & finance. – 1997. – Т. 6. – №. 1. – С. 77-86.

Dhillon U., Raman K., Ramirez G. G. Analysts' Dividend Forecasts and Dividend Signaling //Available at SSRN 420782. – 2003.

1. Dividend policy and ownership structure: A study of Russian dual-class stock companies. 2017 Corporate Ownership & Control, 15(1-1), 199-212 (Berezinets I., Ilina Y., Alekseeva, L.)
2. Docking D. S., Koch P. D. Sensitivity of investor reaction to market direction and volatility: dividend change announcements //Journal of Financial Research. – 2005. – Т. 28. – №. 1. – С. 21-40.

Du H., Ni X., Zhang J. The ‘Ex-Dividend Day’Anomaly Under a Behavioral Dividend Clientele View: Evidence From China //Available at SSRN 3637553. – 2020.

Du H., Ni X., Zhang J. The ‘Ex-Dividend Day’Anomaly Under a Behavioral Dividend Clientele View: Evidence From China //Available at SSRN 3637553. – 2020.

1. Easterbrook F. H. Two agency-cost explanations of dividends //The American economic review. – 1984. – Т. 74. – №. 4. – С. 650-659.
2. Elton E. J., Gruber M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect //Investments and portfolio performance. – 2011. – С. 3-9.
3. Graham J. R., Kumar A. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors //The Journal of Finance. – 2006. – Т. 61. – №. 3. – С. 1305-1336.

Haw I. M., Kim W. S. Firm size and dividend announcement effect //Journal of Accounting, Auditing & Finance. – 1991. – Т. 6. – №. 3. – С. 325-344.

Jain M., Saraswat S. US–China trade war: Chinese perspective //Manag Econ Res J. – 2019. – Т. 5. – №. 2019. – С. 10335.

1. Jensen M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers //The American economic review. – 1986. – Т. 76. – №. 2. – С. 323-329.
2. John K., Williams J. Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium //the Journal of Finance. – 1985. – Т. 40. – №. 4. – С. 1053-1070.
3. 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 //Available at SSRN 1624363. – 2010.

Koch A. S., Sun A. X. Dividend changes and the persistence of past earnings changes //The Journal of Finance. – 2004. – Т. 59. – №. 5. – С. 2093-2116.

Lang L. H. P., Litzenberger R. H. Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? //Journal of financial economics. – 1989. – Т. 24. – №. 1. – С. 181-191.

1. Lang L. H. P., Litzenberger R. H. Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? //Journal of financial economics. – 1989. – Т. 24. – №. 1. – С. 181-191.
2. Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes //The American economic review. – 1956. – Т. 46. – №. 2. – С. 97-113.

Lonie A. A. et al. The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals //Journal of Economic studies. – 1996.

Lonie A. A. et al. The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals //Journal of Economic studies. – 1996.

1. Miller M. H., Rock K. Dividend policy under asymmetric information //The Journal of finance. – 1985. – Т. 40. – №. 4. – С. 1031-1051.
2. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. 1958. Vol. 48. N 3. P. 261–297.
3. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. 1958. Vol. 48. N 3. P. 261–297.
4. Philippov A., Shibanov O. Stock price reaction to dividend surprises: evidence from the Russian market. – 2019.
5. Qi Q. et al. Continuous cash dividends, ownership structure and firm value: Evidence from Chinese A-share market //Plos one. – 2022. – Т. 17. – №. 3. – С. e0265177.

Shefrin H. M., Statman M. Explaining investor preference for cash dividends //Journal of financial economics. – 1984. – Т. 13. – №. 2. – С. 253-282.

1. Veronesi P. Stock market overreactions to bad news in good times: a rational expectations equilibrium model //The Review of Financial Studies. – 1999. – Т. 12. – №. 5. – С. 975-1007.)

Veronesi P. Stock market overreactions to bad news in good times: a rational expectations equilibrium model //The Review of Financial Studies. – 1999. – Т. 12. – №. 5. – С. 975-1007.)

1. Vieira E. S. Firm-specific factors and the market reaction to dividend change announcements: Evidence from Europe //Marmara Üniversitesi Avrupa Topluluğu Enstitüsü Avrupa Araştırmaları Dergisi. – 2011. – Т. 19. – №. 1. – С. 1-25.
2. Wang X., Manry D., Wandler S. Stock dividend policy in China //Journal of Global Business Management. – 2011. – Т. 7. – №. 2. – С. 1.

Warther V. A. Dividend smoothing: A sleeping dogs explanation //Available at SSRN 5466. – 1994.

Xie Z. Estimating Effects of Dividend Tax Policy Changes in China Part I //Proceedings. Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association. – National Tax Association, 2018. – Т. 111. – С. 1-54.

Yoon P. S., Starks L. T. Signaling, investment opportunities, and dividend announcements //The Review of Financial Studies. – 1995. – Т. 8. – №. 4. – С. 995-1018.

Yoon P. S., Starks L. T. Signaling, investment opportunities, and dividend announcements //The Review of Financial Studies. – 1995. – Т. 8. – №. 4. – С. 995-1018.

Zhao Y., Ng S. H. Dividend payout policies in the pre and post split share structure reform in China //Cogent Economics & Finance. – 2021. – Т. 9. – №. 1. – С. 1923620.

1. Zuguang H., Ahmed M. U. Dividend announcement effect on stock return: an event study on Shanghai stock exchange //2010 Second WRI Global Congress on Intelligent Systems. – IEEE, 2010. – Т. 2. – С. 320-324.

# ПРИЛОЖЕНИЯ

**Приложение 1. Результат применения метода анализа событий (“event study”) для российской выборки, случай негативного сюрприза**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Day relative to event** | **средний AAR** | **t-value AAR** | **CAAR** | **t-value CAR** |
| -10 | 0,1% | 0,5117 | 0% | 0,1059 |
| -9 | 0,0% | -0,1254 | 0% | 0,0800 |
| -8 | 0,0% | 0,0476 | 0% | 0,0898 |
| -7 | -0,5% | -2,0853 | 0% | -0,3419 |
| -6 | 0,0% | 0,1424 | 0% | -0,3124 |
| -5 | -0,1% | -0,2292 | 0% | -0,3599 |
| -4 | 0,1% | 0,2960 | 0% | -0,2986 |
| -3 | 0,0% | -0,0505 | 0% | -0,3090 |
| -2 | -0,1% | -0,3680 | 0% | -0,3852 |
| -1 | -0,1% | -0,2495 | -1% | -0,4369 |
| 0 | -0,77% | -3,2212 | -1% | -1,1037 |
| 1 | -0,7% | -2,8031 | -2% | -1,6839 |
| 2 | 0,0% | -0,0461 | -2% | -1,6935 |
| 3 | -0,1% | -0,4422 | -2% | -1,7850 |
| 4 | -0,2% | -1,0022 | -2% | -1,9925 |
| 5 | -0,3% | -1,1171 | -3% | -2,2237 |
| 6 | 0,3% | 1,1694 | -2% | -1,9817 |
| 7 | -0,3% | -1,3627 | -3% | -2,2638 |
| 8 | 0,2% | 0,7681 | -2% | -2,1047 |
| 9 | -0,2% | -0,8983 | -3% | -2,2907 |
| 10 | 0,3% | 1,4276 | -2,29% | -1,9952 |

**Приложение 2. Результат применения метода анализа событий (“event study”) для российской выборки, случай позитивного сюрприза**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Day relative to event** | **средний AAR** | **t-value AAR** | **CAAR** | **t-value CAR** |
| -10 | 0,0% | -0,1300 | 0% | -0,0235 |
| -9 | 0,0% | -0,1505 | 0% | -0,0508 |
| -8 | -0,1% | -0,4820 | 0% | -0,1380 |
| -7 | -0,1% | -0,2883 | 0% | -0,1902 |
| -6 | 0,7% | 3,0817 | 0% | 0,3677 |
| -5 | 0,0% | 0,1980 | 0% | 0,4035 |
| -4 | 0,1% | 0,2532 | 1% | 0,4494 |
| -3 | 0,0% | 0,1618 | 1% | 0,4787 |
| -2 | 0,3% | 1,4077 | 1% | 0,7335 |
| -1 | 0,2% | 0,7097 | 1% | 0,8620 |
| 0 | 0,48% | 2,2152 | 1% | 1,2630 |
| 1 | 0,3% | 1,1904 | 2% | 1,4785 |
| 2 | 0,3% | 1,4746 | 2% | 1,7455 |
| 3 | 0,2% | 0,7701 | 2% | 1,8849 |
| 4 | -0,1% | -0,4023 | 2% | 1,8121 |
| 5 | -0,2% | -0,8141 | 2% | 1,6647 |
| 6 | 0,2% | 0,8164 | 2% | 1,8125 |
| 7 | 0,0% | 0,0997 | 2% | 1,8306 |
| 8 | 0,4% | 1,6871 | 3% | 2,1360 |
| 9 | 0,2% | 1,1170 | 3% | 2,3382 |
| 10 | -0,3% | -1,4415 | 2,46% | 2,0773 |

**Приложение 3. Результат применения метода анализа событий (“event study”) для китайской выборки, случай негативного сюрприза**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Day relative to event** | **средний AAR** | **t-value AAR** | **CAAR** | **t-value CAR** |
| -10 | 0,24% | 1,0416 | 0% | 0,2509 |
| -9 | -0,35% | -1,5265 | 0% | -0,1168 |
| -8 | 0,12% | 0,5018 | 0% | 0,0041 |
| -7 | 0,31% | 1,3314 | 0% | 0,3247 |
| -6 | 0,17% | 0,7458 | 0% | 0,5043 |
| -5 | -0,51% | -2,2128 | 0% | -0,0286 |
| -4 | -0,09% | -0,3929 | 0% | -0,1232 |
| -3 | -0,05% | -0,2262 | 0% | -0,1777 |
| -2 | -0,27% | -1,1642 | 0% | -0,4581 |
| -1 | 0,55% | 2,3695 | 0% | 0,1126 |
| 0 | -0,44% | -1,8763 | 0% | -0,3393 |
| 1 | -0,03% | -0,1142 | 0% | -0,3668 |
| 2 | 0,31% | 1,3223 | 0% | -0,0484 |
| 3 | 0,07% | 0,2968 | 0% | 0,0231 |
| 4 | -0,02% | -0,0736 | 0% | 0,0054 |
| 5 | -0,08% | -0,3288 | 0% | -0,0738 |
| 6 | -0,37% | -1,5777 | 0% | -0,4538 |
| 7 | -0,47% | -2,0154 | -1% | -0,9392 |
| 8 | -0,52% | -2,2245 | -1% | -1,4749 |
| 9 | -0,29% | -1,2637 | -2% | -1,7793 |
| 10 | -0,23% | -0,9996 | -1,95% | -2,0200 |

**Приложение 4. Результат применения метода анализа событий (“event study”) для китайской выборки, случай позитивного сюрприза**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Day relative to event** | **средний AAR** | **t-value AAR** | **CAAR** | **t-value CAR** |
| -10 | 0,11% | 0,3465 | 0% | 0,1202 |
| -9 | -0,08% | -0,2631 | 0% | 0,0289 |
| -8 | 0,05% | 0,1589 | 0% | 0,0840 |
| -7 | 0,20% | 0,6228 | 0% | 0,3001 |
| -6 | 0,49% | 1,5461 | 1% | 0,8363 |
| -5 | -0,21% | -0,6540 | 1% | 0,6095 |
| -4 | -0,05% | -0,1586 | 1% | 0,5545 |
| -3 | 0,18% | 0,5782 | 1% | 0,7550 |
| -2 | 0,41% | 1,2940 | 1% | 1,2038 |
| -1 | 0,12% | 0,3837 | 1% | 1,3370 |
| 0 | 0,18% | 0,5657 | 1% | 1,5332 |
| 1 | 0,37% | 1,1756 | 2% | 1,9409 |
| 2 | -0,09% | -0,2868 | 2% | 1,8414 |
| 3 | -0,17% | -0,5245 | 2% | 1,6595 |
| 4 | 0,68% | 2,1472 | 2% | 2,4043 |
| 5 | -0,19% | -0,6010 | 2% | 2,1958 |
| 6 | -0,02% | -0,0558 | 2% | 2,1765 |
| 7 | 0,35% | 1,0945 | 2% | 2,5561 |
| 8 | -0,17% | -0,5339 | 2% | 2,3709 |
| 9 | -0,38% | -1,2192 | 2% | 1,9480 |
| 10 | 0,08% | 0,2695 | 1,86% | 2,0415 |

**Приложение 5. Описательная статистика позитивного «дивидендного сюрприза»**

(Здесь и далее russia==1 – результат для российской выборки, russia==0 – для китайской)

**Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание**

**Приложение 6. Описательная статистика негативного «дивидендного сюрприза»**

**Изображение выглядит как текст

Автоматически созданное описание**

Изображение выглядит как текст

Автоматически созданное описание

**Приложение 7. Описательная статистика переменных для регрессионной модели**

1. Для выборки MICEX

Изображение выглядит как текст

Автоматически созданное описание

1. Для выборки Shenzhen Stock Exchange

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

**Приложение 8. Корреляционные матрицы для переменных в моделях**

1. Для модели негативного сюрприза (корреляционные матрицы для выборок MICEX и SGHE)

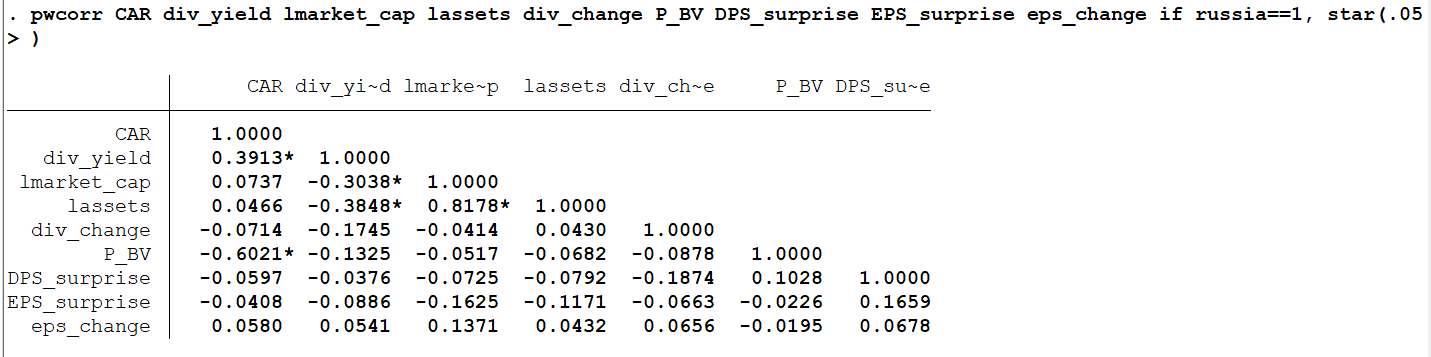
Изображение выглядит как стол

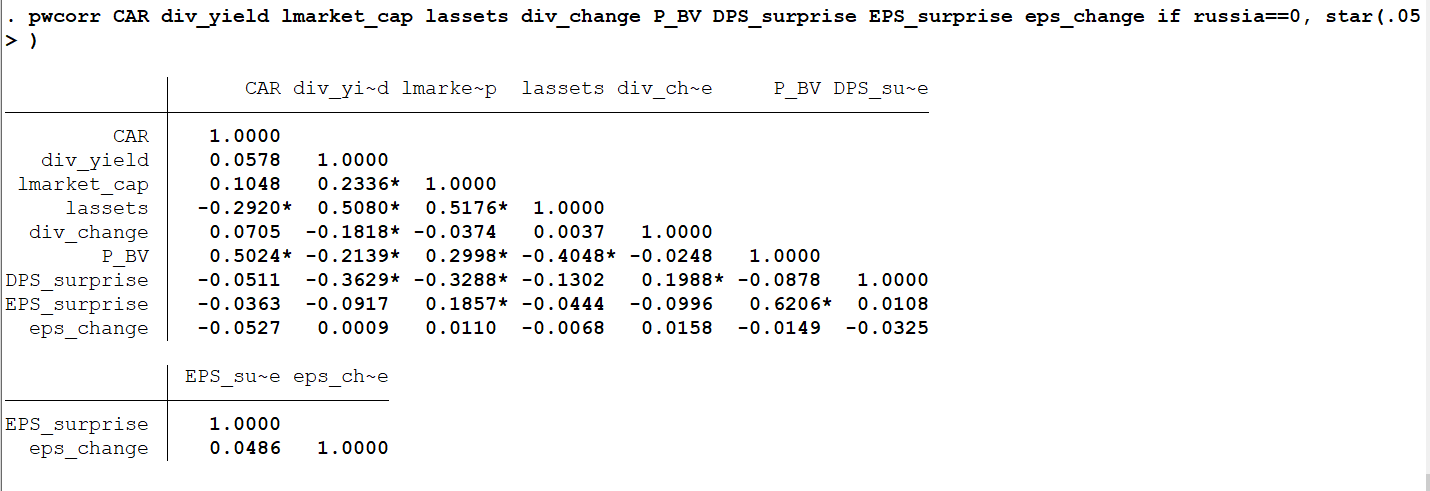
Автоматически созданное описание

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Для модели позитивного сюрприза (корреляционные матрицы для выборок MICEX и SGHE)





1. Корреляционные матрицы для порядковых переменных (для выборок MICEX и SGHE)

Изображение выглядит как текст

Автоматически созданное описание

Изображение выглядит как текст

Автоматически созданное описание

**Приложение 9. Модели со случайными эффектами для выборки MICEX, случай позитивного сюрприза**

1. Модель №1 (MICEX, случай позитивного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

Тест на мультиколлинеарность факторов

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №2 (MICEX, случай позитивного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №3 (MICEX, случай позитивного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

**Приложение 10. Модели со случайными эффектами для выборки Shenzhen Stock Exchange, случай позитивного сюрприза**

1. Модель №1 (Shenzhen Stock Exchange, случай позитивного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

Проверка модели на мултиколлинеарность

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №2 (Shenzhen Stock Exchange, случай позитивного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №3 (Shenzhen Stock Exchange, случай позитивного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

**Приложение 11. Модели со случайными эффектами для выборки MICEX, случай негативного сюрприза**

1. Модель №1 (MICEX, случай негативного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

Проверка на мультиколлинеарность факторов

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №2 (MICEX, случай негативного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №3 (MICEX, случай негативного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

**Приложение 12. Модели со случайными эффектами для выборки Shenzhen Stock Exchange, случай негативного сюрприза**

1. Модель №1 (Shenzhen Stock Exchange, случай негативного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

Проверка на мультиколлинеарность факторов

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №2 (Shenzhen Stock Exchange, случай негативного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. Модель №3 (Shenzhen Stock Exchange, случай негативного сюрприза)

Изображение выглядит как стол

Автоматически созданное описание

1. По данным World Federation of Exchanges, 2020 [↑](#footnote-ref-1)
2. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. 1958. Vol. 48. N 3. P. 261–297. [↑](#footnote-ref-2)
3. Miller М. Н., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business. 1961. Oct. P. 411—433. [↑](#footnote-ref-3)
4. Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes //The American economic review. – 1956. – Т. 46. – №. 2. – С. 97-113. [↑](#footnote-ref-4)
5. Jensen M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers //The American economic review. – 1986. – Т. 76. – №. 2. – С. 323-329. [↑](#footnote-ref-5)
6. Lang L. H. P., Litzenberger R. H. Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? //Journal of financial economics. – 1989. – Т. 24. – №. 1. – С. 181-191. [↑](#footnote-ref-6)
7. Easterbrook F. H. Two agency-cost explanations of dividends //The American economic review. – 1984. – Т. 74. – №. 4. – С. 650-659. [↑](#footnote-ref-7)
8. Aharony J., Swary I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis //The Journal of finance. – 1980. – Т. 35. – №. 1. – С. 1-12. [↑](#footnote-ref-8)
9. Yoon P. S., Starks L. T. Signaling, investment opportunities, and dividend announcements //The Review of Financial Studies. – 1995. – Т. 8. – №. 4. – С. 995-1018. [↑](#footnote-ref-9)
10. Warther V. A. Dividend smoothing: A sleeping dogs explanation //Available at SSRN 5466. – 1994. [↑](#footnote-ref-10)
11. Lonie A. A. et al. The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals //Journal of Economic studies. – 1996. [↑](#footnote-ref-11)
12. Amihud Y., Murgia M. Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany //The Journal of Finance. – 1997. – Т. 52. – №. 1. – С. 397-408. [↑](#footnote-ref-12)
13. 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 //Available at SSRN 1624363. – 2010. [↑](#footnote-ref-13)
14. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых // Аудит и финансовый анализ. 2008. Вып. 2.С. 1–15. [↑](#footnote-ref-14)
15. Теплова Т.В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // Финансовый менеджмент.2011. No 1. С. 13–25. [↑](#footnote-ref-15)
16. Березинец И. В. и др. Реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование //Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2015. – №. 1. – С. 44-90. [↑](#footnote-ref-16)
17. Chen D. H., Liu H. H., Huang C. T. The announcement effect of cash dividend changes on share prices: An empirical analysis of China //Chinese Economy. – 2009. – Т. 42. – №. 1. – С. 62-85. [↑](#footnote-ref-17)
18. Закон от 28 марта 2001 г., требовал, чтобы ведущий андеррайтер в письменном отчете сообщал о любой фирме, которая не выплачивала дивиденды наличными за последние три года, и о любом совете директоров, который не объяснил разумно, почему их фирма не выплачивала дивиденды наличными. [↑](#footnote-ref-18)
19. Zuguang H., Ahmed M. U. Dividend announcement effect on stock return: an event study on Shanghai stock exchange //2010 Second WRI Global Congress on Intelligent Systems. – IEEE, 2010. – Т. 2. – С. 320-324. [↑](#footnote-ref-19)
20. Yoon P. S., Starks L. T. Signaling, investment opportunities, and dividend announcements //The Review of Financial Studies. – 1995. – Т. 8. – №. 4. – С. 995-1018. [↑](#footnote-ref-20)
21. Dhillon U., Raman K., Ramirez G. G. Analysts' Dividend Forecasts and Dividend Signaling //Available at SSRN 420782. – 2003. [↑](#footnote-ref-21)
22. Andres C. et al. The information content of dividend surprises: Evidence from Germany //Journal of Business Finance & Accounting. – 2013. – Т. 40. – №. 5-6. – С. 620-645. [↑](#footnote-ref-22)
23. Березинец И. В. и др. Реакция российского рынка акций на дивидендные" сюрпризы": эмпирическое исследование //Российский журнал менеджмента. – 2016. – Т. 14. – №. 2. – С. 29-48. [↑](#footnote-ref-23)
24. Philippov A., Shibanov O. Stock price reaction to dividend surprises: evidence from the Russian market. – 2019. [↑](#footnote-ref-24)
25. Haw I. M., Kim W. S. Firm size and dividend announcement effect //Journal of Accounting, Auditing & Finance. – 1991. – Т. 6. – №. 3. – С. 325-344. [↑](#footnote-ref-25)
26. Bajaj M., Vijh A. M. Dividend clienteles and the information content of dividend changes //Journal of Financial Economics. – 1990. – Т. 26. – №. 2. – С. 193-219. [↑](#footnote-ref-26)
27. Best R. J., Best R. W. Prior information and the market reaction to dividend changes //Review of Quantitative Finance and Accounting. – 2001. – Т. 17. – №. 4. – С. 361-376. [↑](#footnote-ref-27)
28. Vieira E. S. Firm-specific factors and the market reaction to dividend change announcements: Evidence from Europe //Marmara Üniversitesi Avrupa Topluluğu Enstitüsü Avrupa Araştırmaları Dergisi. – 2011. – Т. 19. – №. 1. – С. 1-25. [↑](#footnote-ref-28)
29. Koch A. S., Sun A. X. Dividend changes and the persistence of past earnings changes //The Journal of Finance. – 2004. – Т. 59. – №. 5. – С. 2093-2116. [↑](#footnote-ref-29)
30. Lonie A. A. et al. The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals //Journal of Economic studies. – 1996. [↑](#footnote-ref-30)
31. Lang L. H. P., Litzenberger R. H. Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? //Journal of financial economics. – 1989. – Т. 24. – №. 1. – С. 181-191. [↑](#footnote-ref-31)
32. Elton E. J., Gruber M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect //Investments and portfolio performance. – 2011. – С. 3-9. [↑](#footnote-ref-32)
33. Shefrin H. M., Statman M. Explaining investor preference for cash dividends //Journal of financial economics. – 1984. – Т. 13. – №. 2. – С. 253-282. [↑](#footnote-ref-33)
34. Graham J. R., Kumar A. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors //The Journal of Finance. – 2006. – Т. 61. – №. 3. – С. 1305-1336. [↑](#footnote-ref-34)
35. Du H., Ni X., Zhang J. The ‘Ex-Dividend Day’Anomaly Under a Behavioral Dividend Clientele View: Evidence From China //Available at SSRN 3637553. – 2020. [↑](#footnote-ref-35)
36. Veronesi P. Stock market overreactions to bad news in good times: a rational expectations equilibrium model //The Review of Financial Studies. – 1999. – Т. 12. – №. 5. – С. 975-1007.) [↑](#footnote-ref-36)
37. Docking D. S., Koch P. D. Sensitivity of investor reaction to market direction and volatility: dividend change announcements //Journal of Financial Research. – 2005. – Т. 28. – №. 1. – С. 21-40. [↑](#footnote-ref-37)
38. Wang X., Manry D., Wandler S. The impact of government ownership on dividend policy in China //Advances in Accounting. – 2011. – Т. 27. – №. 2. – С. 366-372. [↑](#footnote-ref-38)
39. Wei J. G., Zhang W., Xiao J. Z. Z. Dividend payment and ownership structure in China //Corporate Governance. – Emerald Group Publishing Limited, 2004. [↑](#footnote-ref-39)
40. Dividend policy and ownership structure: A study of Russian dual-class stock companies. 2017 Corporate Ownership & Control, 15(1-1), 199-212 (Berezinets I., Ilina Y., Alekseeva, L.)  [↑](#footnote-ref-40)
41. Business extent of disclosure index [Электронный ресурс]. – The World Bank, 2021. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.DISC.XQ>. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2022) [↑](#footnote-ref-41)
42. Как публичные компании платят дивиденды [Электронный ресурс]. – Журнал «Тинькофф», 2018. - Режим доступа:   
    https://journal.tinkoff.ru/news/50percent/. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2022) [↑](#footnote-ref-42)
43. Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2020 год [Электронный ресурс]. – Министерство финансов, 2020. - Режим доступа:   
    <https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2021/03/main/Ispolnenie_2020_god.pdf>. – Загл. с экрана. (дата обращения: 14.04.2022) [↑](#footnote-ref-43)
44. Абрамов А. Е. и др. Особенности и риски дивидендной политики российских акционерных обществ //Экономическое развитие России. – 2021. – Т. 28. – №. 8. – С. 37-46. [↑](#footnote-ref-44)
45. Абрамов А. Е. и др. Особенности и риски дивидендной политики российских акционерных обществ //Экономическое развитие России. – 2021. – Т. 28. – №. 8. – С. 37-46. [↑](#footnote-ref-45)
46. China’s Stock Market, Including Shanghai, Shenzhen, and Hong Kong [Электронный ресурс]. – “The Balance”, 2022. - Режим доступа:   
    https://www.thebalance.com/china-stock-market-shanghai-shenzhen-hong-kong-3305480 . – Загл. с экрана. (дата образения 20.04.2022) [↑](#footnote-ref-46)
47. Qi Q. et al. Continuous cash dividends, ownership structure and firm value: Evidence from Chinese A-share market //Plos one. – 2022. – Т. 17. – №. 3. – С. e0265177. [↑](#footnote-ref-47)
48. Zhao Y., Ng S. H. Dividend payout policies in the pre and post split share structure reform in China //Cogent Economics & Finance. – 2021. – Т. 9. – №. 1. – С. 1923620. [↑](#footnote-ref-48)
49. Chan K., Menkveld A. J., Yang Z. Information asymmetry and asset prices: Evidence from the China foreign share discount //The Journal of Finance. – 2008. – Т. 63. – №. 1. – С. 159-196. [↑](#footnote-ref-49)
50. Business extent of disclosure index [Электронный ресурс]. – The World Bank, 2021. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.DISC.XQ>. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2022) [↑](#footnote-ref-50)
51. Xie Z. Estimating Effects of Dividend Tax Policy Changes in China Part I //Proceedings. Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association. – National Tax Association, 2018. – Т. 111. – С. 1-54. [↑](#footnote-ref-51)
52. Business extent of disclosure index [Электронный ресурс]. – The World Bank, 2021. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/IC.BUS.DISC.XQ>. – Загл. с экрана. (дата обращения: 20.04.2022) [↑](#footnote-ref-52)
53. В случае каждого объявления 30 торговых дней (около 6 недель), предшествующих дню объявления. Для этого периода рассчитывалось выборочное среднее и стандартное отклонение для ежедневных доходностей рыночного индекса. Далее вся выборка pre-announcement периодов была разделена на три части: up market – значения свыше 66%-го персентиля, down market – значения меньше 33%-го персентиля и normal – значения между 33%-ым и 66%-ым персентилем. Аналогичное деление проводилось для стандартного отклонения доходности, характеризующего волатильность рынка. [↑](#footnote-ref-53)
54. Под таким объявлением понимается дата оглашения решения Совета Директоров о рекомендуемой норме выплат дивидендов [↑](#footnote-ref-54)
55. «Китайское безумие»: как миллионы частных инвесторов раздули новый пузырь [Электронный ресурс]. – РБК, 2015. - Режим доступа:   
    https://www.rbc.ru/finances/09/07/2015/559dca919a79475cc74f15c7 [↑](#footnote-ref-55)
56. WFE Annual Statistics Guide 2020 (англ.). Всемирная федерация бирж. [Электронный ресурс]. – 2020. - Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/WFE%20Annual%20Statistics%20Guide%202020%20v15.xlsx [↑](#footnote-ref-56)
57. Shefrin H. M., Statman M. Explaining investor preference for cash dividends //Journal of financial economics. – 1984. – Т. 13. – №. 2. – С. 253-282. [↑](#footnote-ref-57)
58. https://www.if24.ru/sanktsii-protiv-gosdolga-privedut-k-gromadnym-poteryam-v-investitsiyah/ [↑](#footnote-ref-58)
59. https://quote.rbc.ru/news/article/5ed0ec129a7947572d6933e4 [↑](#footnote-ref-59)
60. Zhao Y., Ng S. H. Dividend payout policies in the pre and post split share structure reform in China //Cogent Economics & Finance. – 2021. – Т. 9. – №. 1. – С. 1923620. [↑](#footnote-ref-60)
61. https://carnegie.ru/commentary/60763 Что произошло на фондовом рынке Китая и почему это важно. – Московский центр Карнеги, 2015. [↑](#footnote-ref-61)
62. Jain M., Saraswat S. US–China trade war: Chinese perspective //Manag Econ Res J. – 2019. – Т. 5. – №. 2019. – С. 10335. [↑](#footnote-ref-62)