

AGNIESZKA PEREPECZO

REAKCJA AKCJONARIUSZY NA ZMIANY POLITYKI DYWIDEND – PRZEGLĄD WYNIKÓW BADAŃ

Słowa kluczowe: polityka dywidend, dodatkowe stopy zwrotu, analiza zdarzenia

Keywords: dividend policy, abnormal returns, event study

Klasyfikacja JEL: G1, G3

Wprowadzenie

Decyzje o zagospodarowaniu wypracowanego przez przedsiębiorstwo wyniku finansowego dotyczą podziału zysku na wypłaty w formie dywidendy, albo jego zatrzymaniu i reinwestowaniu w przedsiębiorstwie. Jeżeli są to decyzje planowane w długookresowym horyzoncie czasowym i zdefiniowane według wzorcowego klucza wypłat, możemy w tym przypadku mówić o strategii spółki w tym zakresie, o polityce dywidend. Wybór polityki dywidend oraz każda jej zmiana spotyka się z pewną reakcją inwestorów, która nie jest obojętna dla wartości rynkowej spółki, gdyż ta reakcja przekłada się bezpośrednio na ceny notowanych na giełdzie akcji. Reakcja inwestorów na zmianę polityki dywidend to rynkowa ocena zdarzenia danej spółki, która znajduje odzwierciedlenie we wzroście lub spadku dodatkowych stóp zwrotu, realizowanych przez akcjonariuszy. Przeprowadzone badania dodatkowych stóp zwrotu wskazują, że takie zdarzenia, jak wzrost dywidendy, rozpoczęcie wypłaty są w krótkim okresie pozytywnie oceniane przez akcjonariuszy. Z kolei decyzje o obniżeniu lub zaniechaniu wypłat dywidendy są postrzegane negatywnie. Celem artykułu jest zasygnalizowanie złożoności teorii dywidend, ale przede wszystkim przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na informacje o zmianach w polityce dywidend przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych oraz w Polsce.

Koncepcje i zjawiska w polityce dywidend

W literaturze przedmiotu znajdujemy kolejne teorie polityki dywidend oparte na preferencjach inwestorów: teorię nieistotności dywidendy, teorię „wróbla w garści” oraz teorię różnicowania opodatkowania. Każda z nich daje sprzeczne sygnały kadrze menedżerskiej, która zarządza finansami spółek. W jednej z nich założeniem jest, iż inwestorzy przedkła-

dają dywidendy nad zyski kapitałowe. W innej, uwzględniając różnice podatkowe, preferencje inwestorów są zupełnie odwrotne.

Teoria nieistotności dywidend, której twórcami byli M. Miller i F. Modigliani¹, wskazuje, że polityka dywidendy nie ma wpływu ani na cenę akcji, ani na koszt kapitału, a zatem nie ma wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Autorzy uważali, że każda polityka dywidend jest dobra i nie ma rozwiązania optymalnego. Przyjęte założenia tej teoretycznej koncepcji są nierealistyczne i wiele przemawia za tym, iż rozważania twórców teorii o nieistotności dywidend odbiegają od rzeczywistości.

Inaczej politykę dywidend postrzegali M. Gordon i J. Lintner². W odróżnieniu od zwolenników teorii nieistotności dywidendy, uważali oni, że inwestorzy nie mają jednakowych preferencji wobec dywidendy i zysków kapitałowych. Inwestorzy bowiem wolą obecne dywidendy, gdyż są one mniej ryzykowne i bardziej pewne niż przyszłe zyski kapitałowe. Dlatego też autorzy teorii byli zdania, że firma, w celu maksymalizowania cen akcji, powinna ustalić wysoką stopę wypłat dywidendy. Teoria ta została nazwana „**ułudą wróbla w garści**”.

Trzecia z wymienionych teorii polityki dywidend została sformułowana przez R. Litzenbergera i K. Ramaswamy'ego³. Nosi ona nazwę „**teorii preferencji podatkowych**”. Autorzy uważali, że inwestorzy, kierując się różnicami w opodatkowaniu dywidend i zysków kapitałowych, przedkładają zyski kapitałowe nad dywidendy. Dlatego też, w celu maksymalizacji ceny akcji, spółki powinny utrzymywać wypłaty dywidend na niskim poziomie, a wypracowane zyski w znacznej mierze reinwestować.

W licznych badaniach empirycznych, przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych, analizowano kierunek i siłę reakcji na zmiany polityki dywidend. Zgodnie z przedstawionymi teoriami polityki dywidend, można by wnioskować, że każda informacja o zmianie wysokości dywidend i w jej następstwie zmiana cen akcji, to potwierdzenie preferencji inwestorów. Wyniki badań empirycznych wskazują, że przyczyną takiej reakcji inwestorów są nie tylko ich preferencje, ale również występowanie tzw. **zawartości informacyjnej dywidendy (information content, signalling content)**⁴. Komunikat o zmianach w polityce dywidend jest odczytywany przez akcjonariuszy jako informacja o przyszłych zyskach. Wyższy niż dotychczasowy wzrost dywidendy, to sygnał dla inwestorów, iż zarząd firmy spodziewa się wyższych zysków w przyszłości. I odwrotnie, obniżenie dotychczasowej stopy zwrotu dywidendy to informacja, że zarząd spółki przewiduje niższe zyski niż obecnie.

Kolejnym zagadnieniem, które jest rozważane w polityce dywidend jest tzw. **efekt klientów (cliente effect)**⁵. Założeniem jest, iż akcjonariusze nie stanowią jednolitej grupy, ale

¹ M. Miller, F. Modigliani: *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „Journal of Business” 1961, No. 34, s. 411–433.

² E.F. Brigham, L.C. Gapenski: *Zarządzanie finansami*, tom 1, PWE, Warszawa 2000, s. 588.

³ *Ibidem*.

⁴ R. Watts: *The information content of dividends*, „The Journal of Business” 1973, nr 46, s. 191–211.

⁵ R. Michaely, R.H. Thaler, K.L. Womack: *Price reaction to dividend initiations and omissions over-reaction of drift?*, „The Journal of Finance” 1995, No. 2, s. 574.

dziela się na podgrupy, np. inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych, w których można wyróżnić jeszcze bardziej szczegółowe podziały. Różne grupy inwestorów (klientów) mogą być zainteresowane różnym poziomem dywidend. Różnorodność preferencji prowadzi do tego, że inwestorzy, którzy wolą wysokie dywidendy mogą wybierać akcje spółek o wysokich stopach wypłat dywidendy. Natomiast inwestorzy, którzy unikają wysokich dochodów mogą wybierać inwestycje w akcje o niskich stopach wypłat. Preferencje inwestorów co do stopy wypłat zmieniają się w czasie tak samo, jak spółki zmieniają wysokość wpłacanych dywidend. Rynek kapitałowy jest tym miejscem, które umożliwia przenoszenie inwestycji w drodze transakcji kupna i sprzedaży, w zależności od upodobań i potrzeb inwestorów.

Przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na zmiany w polityce dywidend na rynkach zagranicznych

W literaturze przedmiotu znajdujemy liczną grupę publikacji opisujących wyniki badań reakcji inwestorów na zmiany w polityce dywidend jako rynkową ocenę wpływu zdarzenia na wartość przedsiębiorstwa. Tematyką dywidendy zajmowali się **P. Healy** i **K. Palepu**⁶. W ich badaniach reakcji inwestorów na informację o rozpoczęciu wypłaty dywidendy oraz jej zaniechaniu znajdujemy pozytywny ponadprzeciętny wzrost cen o około 4% w przypadku spółek podejmujących po raz pierwszy decyzję o wypłacie. W przypadku decyzji o zaprzestaniu wypłat dywidendy, ceny akcji spadły ponadprzeciętnie o około 9,5%⁷. Autorzy badania nie poprzestali tylko na pomiarze reakcji inwestorów, ale poszukiwali przyczyn zaobserwowanych wyników, w szczególności koncentrując się na efekcie sygnalizacyjnym dywidendy. Rezultaty badań wskazały, że po decyzji o wypłacie dywidendy, zyski w tych spółek dynamicznie rosły w ciągu kolejnych lat. Natomiast po decyzji o zaniechaniu wypłaty dywidendy, zyski analizowanych przedsiębiorstw spadły w ciągu kolejnego roku. Wyniki te zdają się potwierdzać, że zmiana polityki dywidendy to nie tylko efekt preferencji inwestorów, to również zapowiedź informacji o zyskach firmy.

Rynkową oceną zmiany w polityce dywidend zajmowali się także **R. Michaely**, **R.H. Thaleri**, **K.L. Womack**⁸. Celem ich pracy, obok reakcji inwestorów, były poszukiwania potwierdzenia na istnienie zjawiska efektu klienteli i efektu sygnalizacyjnego oraz zjawiska dryfu cen po informacji o zmianie polityki dywidend, podobnego do zaobserwowanego w przypadku ogłoszenia wyników finansowych. Badania obejmowały dwie próby badawcze spółek publicznych notowanych na giełdach NYSE i AMEX. W pierwszej z nich znalazły się te podmioty, które w latach 1964–1988 rozpoczęły wypłatę dywidendy, za wyjątkiem zamkniętych funduszy inwestycyjnych, spółek wypłacających dywidendy

⁶ P. Healy, K. Palepu: *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, „Journal of Financial Economics” 1988, No. 21, s. 149–175.

⁷ R.A. Brealey, S.C. Myers: *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, tom 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 580.

⁸ R. Michaely, R.H. Thaler, K.L. Womack: *op.cit.*, s. 411–433.

miesięcznie oraz spółek zagranicznych. Po weryfikacji podmiotów, pierwsza grupa badawcza liczyła 561 zdarzeń. Drugą grupę badawczą stanowiły spółki, które regularnie płaciły swoim akcjonariuszom dywidendę, a następnie zaniechały jej wypłaty. Szczegółowa weryfikacja pozwoliła ustalić ostateczną próbą badawczą 887 zdarzeń.

W celu rynkowej oceny decyzji zarządów spółek o rozpoczęciu oraz o zaniechaniu dywidend, autorzy wykorzystali metodologię analizy zdarzenia, gdzie dodatkowa stopa zwrotu dla każdej spółki została ustalona na podstawie miernika BHAR (*buy-and-hold return*) i czterech modeli kolejno opartych: na indeksie rynkowym skorygowanym dywidendą, na indeksie rynkowym dla odpowiedniego decyla kapitalizacji rynkowej, na indeksie rynkowym skorygowanym o współczynnik beta dla każdej akcji oraz na firmie kontrolnej z tej samej branży i o zbliżonej wartości kapitalizacji rynkowej.

Analiza dodatkowych stóp zwrotu została przeprowadzona w dwóch horyzontach czasowych. W krótkim okresie okno zdarzenia obejmowało przedział trzydniowy (-1, +1). W długim okresie dodatkowe stopy zwrotu zostały obliczone m.in. dla następujących przedziałów: przed wystąpieniem zdarzenia (-254, -2) oraz po zdarzeniu (+2, +254), (+2, +506), (-2, +758).

Dodatkowe stopy zwrotu, uzyskane na podstawie modelu opartego na indeksie rynkowym jako wyniki reakcji inwestorów na informację o rozpoczęciu wypłat dywidend gotówkowych, były dodatnie w całym okresie obserwacji i kształtowały się na poziomie 15,1% w oknie przed ogłoszeniem zdarzenia (-254, -2), a w trzydniowym okresie ogłoszeniowym stopy wzrosły o kolejne 3,4%. Reakcja inwestorów na zdarzenie o zaprzestaniu wypłaty gotówki z tytułu dywidend była zupełnie odwrotna. Tutaj dodatkowe stopy zwrotu na rok przed wystąpieniem zdarzenia spadły o 31,8%, a w przedziale (-1,+1) spadły o kolejne 7%.

W przypadku zaniechania wypłat dywidendy autorzy zbadali również dodatkowe stopy zwrotu dla podgrup badawczych, gdzie wypłata dywidendy została zastąpiona dywidendą w akcjach lub ogłoszona została informacja o wynikach finansowych. W sytuacji, kiedy spółka dokonywała zmiany formy wypłaty dywidendy na akcję, dodatkowe stopy zwrotu były również negatywne na poziomie -5,5% w analizowanym oknie ogłoszeniowym. Natomiast całkowite zaniechanie wypłaty gotówki z tytułu dywidendy skutkowało niższymi dodatkowymi stopami zwrotu na poziomie -6,9%. W przypadku decyzji zaniechania wypłat dywidendy, którym towarzyszyła w oknie ogłoszeniowym informacja o wynikach finansowych, wyniki były zdecydowanie negatywne na niekorzyść połączonych informacji z dodatkową stopą zwrotu na poziomie -8,8%, w przeciwieństwie dla pozostałej grupy przypadków (-5,5%). Rezultaty tej części badań nie potwierdzają wpływu efektu sygnalizacyjnego dywidendy na reakcję akcjonariuszy, ale i nie zaprzeczają jego istnieniu. Wyniki dodatkowych stóp zwrotu uzyskane dla długoterminowych przedziałów czasowych wskazują na bardzo widoczny ogłoszeniowy dryf cen jako skutek zmian w polityce dywidend. Ponadto, autorzy sygnalizują, że poszukiwania efektu klienteli dały niewiele dowodów wpływu tego zjawiska na siłę i kierunek reakcji inwestorów.

Wpływ zmian polityki dywidend na dodatkowe stopy zwrotu badała także L. Canina⁹. Szczególne zainteresowanie autorka skierowała na zależność między informacją o zmianie polityki dywidend i informacją o długo-i krótkookresowych zyskach. Innymi słowy, szukała potwierdzenia efektu sygnalizacyjnego dywidendy, nawiązując do wcześniejszych badań J. Litnera¹⁰, R. Watts¹¹, N.J. Gonedesa¹², P. Healy i K. Palepu¹³, którzy znaleźli dowody na związek reakcji akcjonariuszy na informację o dywidendzie z oczekiwanymi wynikami finansowymi. Główny problem badawczy koncentrował się wokół pytania, czy rynkowe postrzeganie dywidendy może być utożsamiane z intencją kadry kierowniczej, aby w ten sposób przekazać sygnał o przyszłych zyskach.

Próba badawcza obejmowała 82 komunikaty o wzroście dywidendy, ogłoszone przez 26 amerykańskich grup kapitałowych. L. Canina przeprowadziła analizę dodatkowych stóp zwrotu dla trzech instrumentów finansowych: akcji i dwóch instrumentów pochodnych, notowanych na giełdzie amerykańskiej w latach 1983–1992. Jeden z instrumentów był europejską opcją typu *call* (*score*). Drugi instrument pochodny dawał prawo posiadaczowi do uzyskiwania wszystkich dywidend aż do terminu wygaśnięcia opcji (*prime*). Pomiar dodatkowych stóp zwrotu został dokonany w oknie ogłoszeniowym zdarzenia (–1, +1) na podstawie miernika CAR i modelu skorygowanego o średnią obliczoną w oknie (–61, –2) dla poszczególnych instrumentów finansowych. Reakcja inwestorów na zmianę polityki dywidend była różna dla każdego instrumentu. Uzyskane wartości dodatkowych stóp zwrotu w analizowanym oknie były dodatnie zarówno w przypadku akcji, jak i opcji na poziomie od 0,58% dla akcji 1,44% dla opcji europejskiej *call* (*score*). Zaobserwowana została pewna zależność. W sytuacji, kiedy ceny wszystkich instrumentów rosły, to rynek oceniał to zdarzenie przez pryzmat spodziewanych długofalowych wyników. Kiedy jednak ceny akcji i instrumentu pochodnego typu *prime* rosły, a ceny instrumentu pochodnego typu *score* pozostały na niezmiennym poziomie, to mogło to świadczyć o reakcji rynku na zmianę polityki dywidend tożsamej z zapowiedzią zmian zysków w krótkim okresie. Zdaniem autorki, wyniki testów statystycznych potwierdziły, iż podwyższenie dywidendy to informacja kadry zarządzającej o perspektywach wzrostu wyników finansowych w długim okresie. Wyniki badań są zgodne z tym, co zaobserwował już wcześniej J. Lintner, że menedżerowie podejmują decyzję o zmianie dywidendy tylko wówczas, gdy spodziewają się stałej i długofalowej zmiany w zyskach.

W prezentowanych badaniach reakcji inwestorów na zmianę polityki dywidend, zdecydowanie przeważała pozytywna reakcja inwestorów na decyzję o rozpoczęciu wypłaty dywidendy.

⁹ L. Canina: *The market's perception of the information conveyed by dividend announcements*, „Journal of Multinational Financial Management” 1999, No. 9, s. 1–13.

¹⁰ J. Lintner: *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, „American Economic Review” 1956, No. 61, s. 97–113.

¹¹ R. Watts: *op.cit.*, s. 191–211.

¹² N.J. Gonedes: *Corporate signalling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income, and extraordinary items*, „Journal of Accounting Researches” 1978, No. 16, s. 26–79.

¹³ P. Healy, K. Palepu: *op.cit.*, s. 149–175.

Z. Jin¹⁴, na podstawie dokonanego przeglądu literatury, był zdania, że w przypadku 30–40% firm reakcja inwestorów na inicjację dywidendy jest negatywna, a autorzy licznych studiów koncentrują się bardziej na średnich wartościach dodatkowych stóp zwrotu niż na różnorodności reakcji na to samo zdarzenie. W swoich badaniach Z. Jin podjął problem różnej reakcji inwestorów na decyzję o rozpoczęciu wypłat dywidendy. Głównym pytaniem badawczym było, czy inicjacja wypłat dywidendy jest oceniana przez rynek jako zdarzenie kreujące wartość pewnej grupy firmy i negatywnie wpływające na wartość dla pozostałej zbiorowości. Badana populacja liczyła 157 spółek notowanych na giełdach amerykańskich NYSE i AMEX, które w latach 1973–1993 rozpoczęły płatność dywidendy lub wznowiły ją po 10 latach niepłacenia.

Dodatkowe stopy zwrotu zostały obliczone w przedziale ogłoszeniowym (-1, +1) na podstawie miernika CAR i modelu rynkowego rozszerzonego o indeks branżowy. Parametry modelu rynkowego zostały oszacowane na podstawie dziennych stóp zwrotu w przedziale przed ogłoszeniem zdarzenia (-300, -2). Dodatkowa stopa zwrotu w analizowanym przedziale dla całej badanej populacji kształtowała się na poziomie 2,98%. W przypadku 102 spółek odnotowano pozytywną wartość CAR na średnim poziomie 6,16%, a dla pozostałych 55 spółek uzyskano ujemne wartości ze średnią dodatkową stopą zwrotu na poziomie -2,88%. Rezultaty zdają się potwierdzać pierwotne spostrzeżenia autora, w 35,2% przypadkach odnotowano negatywną reakcję na decyzję o rozpoczęciu lub wznowieniu wypłaty dywidendy.

Wraz z rozwojem rynków kapitałowych na świecie, analiza zdarzenia w ocenie rynkowej zmian polityki dywidend znalazła zastosowanie również na innych rynkach kapitałowych. Pozytywną reakcję na wypłatę dywidendy znajdujemy na rynku australijskim¹⁵. Ocenę rynkową na zmiany w polityce dywidend, w tym pozytywną reakcję na wzrost dywidendy, zaobserwowano na rynku indonezyjskim¹⁶. Wyniki badań reakcji akcjonariuszy na giełdzie w Tel Awiwie¹⁷ zawierają interesujące wnioski o wpływie na reakcję akcjonariuszy kryzysu finansowego, który miał miejsce w latach 2001–2002. Te właśnie rezultaty wskazują, że w efekcie panującego na świecie kryzysu reakcja akcjonariuszy jest większa niż w pozostałych stabilnych podokresach.

Przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na zmiany w polityce dywidend na polskim rynku kapitałowym

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie liczy nieco ponad dwadzieścia lat. W początkowym okresie jej funkcjonowania decyzje o redystrybucji zysku nie były dość

¹⁴ Z. Jin: *On the differential market reaction to dividend initiations*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2000, No. 40, s. 263–277.

¹⁵ B. Balachandran, R. Faff, S. Tanner: *A further examination of the price and volatility. Impact of stock dividends at ex-dates*, „Australian Economic Papers”, September 2005, s. 249–268.

¹⁶ A. Kurniasih, H. Siregar, R. Sembel, N.A. Achsani: *Reaction to the Cash Dividend Announcement: An Empirical Study from the Indonesia Stock Exchange 2004–2009*, „European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences” 2011, Issue 40, s. 92–100.

¹⁷ S. Akron: *Market reactions to dividend announcements under different business cycles*, „Emerging Markets Finance & Trade”, November–December 2011, Vol. 47, Supplement 5, s. 72–85.

powszechnie. Zarówno spółki, jak i inwestorzy uczyli się funkcjonowania na rynku kapitałowym. Po ponad dwudziestu latach istnienia GPW SA widać jednak zmianę w tym obszarze. Zarówno spółki z kilkunastoletnim, jak i kilkuletnim doświadczeniem podejmują przemyślane decyzje o wypłacie dywidendy, zaczynają prowadzić politykę, mają swoją strategię dywidendową. Grupa ta nie jest liczna. Udział procentowy spółek wypłacających dywidendę swoim akcjonariuszom ustabilizował się obecnie na poziomie około 30%, a przeciętna stopa dywidendy ukształtowała się na poziomie 3%.

Problematyka polityki dywidend była wielokrotnie poruszana przez krajowych badaczy, ale początkowo ze względów metodologicznych, a przede wszystkim ze względu na zbyt krótkie szeregi czasowe, wykorzystanie analizy zdarzenia do oceny reakcji akcjonariuszy na decyzje związane z wypłatą dywidendy nie było możliwe. Z biegiem lat i przyrostem liczby spółek wypłacających dywidendę zaczęły mieć miejsce badania dodatkowych stóp zwrotu.

Jedną z pierwszych analiz reakcji akcjonariuszy na zapowiedź wypłaty dywidendy została przeprowadzona przez H. Gurgula i P. Majdosza¹⁸. Próba liczyła zaledwie 65 przypadków spółek notowanych na GPW, które w okresie od stycznia 2000 r. do czerwca 2004 r. ogłosiły decyzję o wypłacie dywidendy (45) lub wykupie akcji własnych (20). Pomiar dodatkowych stóp zwrotu został dokonany dla dwóch podgrup badawczych względem odpowiednio zdarzenia: publikacja informacji o zamiarze wypłaty dywidendy oraz informacja o wykupie, w oknach zdarzenia $(-2, +2)$ i $(-3, +3)$. W tym celu zastosowano model rynkowy, którego parametry oszacowano w okresie 50 dni bezpośrednio poprzedzających okno zdarzenia, tj. od $t = -52$. Odnotowana reakcja była pozytywna na poziomie około 0,59% w dniu $t = +2$ (wynik nieistotny statystycznie), natomiast w dzień $t = +1$ po ogłoszeniu zamiaru wypłaty dywidendy na poziomie 0,79% (wynik statystycznie istotny). Odnotowana reakcja akcjonariuszy na informację o zamiarze wypłaty dywidendy w porównaniu do reakcji na informację o wykupie akcji własnych była nieco słabsza. W badaniach tych znajdujemy również analizę czynników mających wpływ na średnią dodatkową stopę zwrotu realizowaną przez spółki konkurencyjne z tego samego sektora. Uzyskane rezultaty wskazują na istnienie takiej zależności i wpływu na wartości pozostałych spółek w danym sektorze, ale z pewnym opóźnieniem czasowym.

Również dodatnie anormalne stopy zwrotu zostały uzyskane w kolejnych badaniach reakcji akcjonariuszy na wypłatę dywidendy przeprowadzone przez L. Czerwonkę¹⁹. Przeprowadzona analiza obejmowała 21 spółek, które w latach 2006–2008 wypłaciły dywidendę po raz pierwszy lub wznowiły wypłatę po trzyletnim okresie przerwy. Analiza zdarzenia została przeprowadzona w oknie $(-60, +60)$ i wybranych podoknach względem dwóch dat, tj. pierwszej informacji o zamiarze wypłaty dywidendy oraz uchwały podjętej przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Autor zastosował model rynkowy, którego parametry zostały

¹⁸ H. Gurgul, P. Majdosz: *Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market*, „Badania Operacyjne i Decyzji” 2005, nr 1, s. 25–39.

¹⁹ L. Czerwonka: *Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki*, [w:] *Uwarunkowania wzrostu wartości przedsiębiorstw w warunkach konkurencji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 634, Szczecin 2010, s. 67–86.

oszacowane w przedziale $(-210, -60)$. W przypadku analizy pierwszego zdarzenia, dodatkowa stopa zwrotu dla okresu $(-15, +15)$ była dodatnia na poziomie około 2,6%, ale już w całym oknie obserwacji jej wartość był ujemna i wynosiła $-4,6\%$. Odnotowana pozytywna reakcja na decyzje walnego zgromadzenia akcjonariuszy co do wypłat dywidendy była nieco słabsza i dodatnia tylko w oknie $(-5, +5)$, otaczającym zdarzenie na poziomie 1,4%. W całym oknie obserwacji wartość CAAR kształtowała się na poziomie $-5,8\%$.

Kolejne cytowane wyniki badań zostały zaprezentowane na konferencji²⁰ w 2012 roku przez T. Słońskiego, tam problem badawczy koncentrował się na reakcji akcjonariuszy w krótkim oknie ogłoszeniowym $(-5, +5)$. Przyjęta do obserwacji próba obejmowała wszystkie wypłaty dywidendy 255 w latach 2006–2010. Dniem zdarzenia była data walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Autor zastosował model rynkowy szacowania oczekiwanej stopy zwrotu. Podział na podgrupy badawcze pozwolił zaobserwować, jak wartość dywidendy na akcję, w szczególności jej utrzymanie, obniżenie lub zwiększenie wpływa na realizowane dodatkowe stopy zwrotu.

Kolejne prezentowane na konferencji w 2012 roku²¹ badania reakcji inwestorów zostały przeprowadzone przez autorkę niniejszego artykułu. Próba badawcza obejmowała spółki, które w latach 1992–2011 wypłaciły przynajmniej jeden raz dywidendę. Dniem zdarzenia była data uchwały podjętej przez WZA o wypłacie dywidendy. Całe okno obserwacji obejmowało przedział $(-60, +60)$. Zastosowano dwa modele szacowania oczekiwanej stopy zwrotu. Pierwszy z nich to model skorygowany o średnią w przedziale czasowym poprzedzającym okno obserwacji, wyrażonym w dniach $(-160, -61)$ jako średnia dzienna w okresie niezależnym. Drugi, to model skorygowany o rynek, gdzie oczekiwana stopa zwrotu to dzienna stopa zwrotu obliczona na podstawie indeksu WIG w okresie t . W przypadku modelu pierwszego, ze względu na występujące ograniczenia liczba spółek poddana obserwacji wynosiła 113, natomiast w przypadku drugiego modelu – 170 spółek.

W przyjętym oknie obserwacji $(-60, +60)$ miernik CAAR obliczony na podstawie dwóch modeli uzyskał diametralnie różną wartość, co wskazuje, że wybór metody szacowania oczekiwanej stopy zwrotu nie jest obojętny dla wartości skumulowanych średnich dodatkowych stóp zwrotu. W modelu pierwszym wynosił on 8,81% i był statystycznie istotny, co wskazuje na pozytywną reakcję akcjonariuszy, a co za tym idzie, również wzrost wartości dla akcjonariuszy. W modelu drugim, gdzie oczekiwana stopa zwrotu była ustalana na podstawie indeksu rynkowego, CAAR wynosił $-1,35\%$ (test istotności negatywny). W jedenastodniowym oknie obserwacji $(-5, +5)$ można uznać wyniki za bardzo zbliżone (2,7% i 2,14%). Kiedy odniesiemy wartości CAAR na poziomie 1,08% i 0,8% w oknie oko-

²⁰ Konferencja pt. *Efektywność źródłem bogactwa narodów*, 23–25 stycznia 2012, Piechowice, organizator: Politechnika Wroclawska, Instytut Organizacji i Zarządzania.

²¹ Konferencja pt. *Invest 2012. Inwestycje finansowe i ubezpieczenia-tendencje światowe a rynek polski*, 1–3 października 2012 Karpacz, organizator: Katedra Inwestycji Finansowych i Zarządzania Ryzykiem oraz Katedra Ubezpieczeń Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

łozdarzeniowym (-1, +1) do wyników badań prowadzonych na rynkach rozwiniętych oraz poprzednich na rynku polskim, to możemy ocenić reakcję inwestorów jako podobną.

Podsumowanie

Wyniki przedstawionych badań empirycznych oceny zmiany polityki dywidend w spółkach publicznych wskazują na dwie skrajne reakcje akcjonariuszy na dwie różne decyzje dotyczące dywidendy. Inwestorzy zdecydowanie postrzegają wypłatę dywidendy jako zdarzenie wpływające korzystnie na wartość przedsiębiorstwa. Podsumowując przegląd wyników badań na rynkach zagranicznych zauważono, że po informacji o rozpoczęciu wypłat lub wzroście dywidendy następuje wzrost cen akcji na rynku, a akcjonariusze spółek realizują w krótkim okresie dodatnie dodatkowe stopy zwrotu. Informacja o zaniechaniu dywidendy lub jej obniżeniu spotyka się na rynku z reakcją odwrotną – spadkiem cen akcji i negatywnymi dodatkowymi stopami zwrotu. Spadek dodatkowych stóp zwrotu towarzyszący decyzji o zaniechaniu jest blisko dwukrotnie wyższy niż wzrost w wyniku rozpoczęcia wypłaty dywidendy. Przyczyną takiej reakcji inwestorów są nie tylko ich preferencje i obserwowane zjawisko klienteli, lecz również występowanie tzw. zawartości informacyjnej dywidendy oraz sytuacja na rynkach finansowych.

Przeprowadzone wstępne studium literaturowe badań na polskim rynku zapewne nie wyczerpuje listy dokonań badawczych, ale potwierdza, że reakcja inwestorów na decyzję o wypłacie dywidendy jest podobna do tej odnotowanej na rynkach rozwiniętych. Jednakże, przeprowadzony przegląd na rynku polskim pozwala zauważyć, że nadal brak kompleksowego opracowania reakcji akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend. W większości cytowanych badań analiza zdarzenia była przede wszystkim narzędziem pomiaru reakcji w okresie sygnalizacyjnym, kilkudniowym. Ponadto nie uwzględniała innych aspektów, które związane są z poszczególnymi zdarzeniami. Odnotowano brak pogłębionej analizy czynników kreacji wartości oraz brak dowodów na istnienie „efektu klienteli” i „efektu sygnalizacji”. W tym zakresie pozostaje jeszcze wiele obszarów do zbadania i wiele hipotez badawczych do zweryfikowania.

W aspekcie praktycznym przeprowadzony przegląd reakcji akcjonariuszy na decyzje dotyczące polityki dywidend wskazuje, że dyrektorzy finansowi, w celu utrzymania stabilnej wartości cen akcji powinni rozważnie podejmować decyzje w sprawie zmiany polityki dywidendy. Zaobserwowany w rzeczywistości efekt sygnalizacyjny, efekt klienteli lub też ogłoszeniowy dryf cen może tylko spotęgować reakcję akcjonariuszy na dane zdarzenie, nie zawsze w korzystnym kierunku, a to znajdzie odbicie w ruchu cen i wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Literatura

Akron S.: *Market reactions to dividend announcements under different business cycles*, „Emerging Markets Finance & Trade”, November–December 2011, Vol. 47, Supplement 5.

- Balachandran B., Faff R., Tanner S.: *A further examination of the price and volatility. Impact of stock dividends at ex-dates*, „Australian Economic Papers”, September 2005.
- Brealey R.A., Myers S.C.: *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, tom 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Brigham E.F., Gapenski L.C.: *Zarządzanie finansami*, tom 1, PWE, Warszawa 2000.
- Canina L.: *The market's perception of the information conveyed by dividend announcements*, „Journal of Multinational Financial Management” 1999, No. 9.
- Czerwonka L.: *Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki*, [w]: *Uwarunkowania wzrostu wartości przedsiębiorstw w warunkach konkurencji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 634, Szczecin 2010.
- Gonedes N.J.: *Corporate signalling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income, and extraordinary items*, „Journal of Accounting Researches” 1978, No. 16.
- Gurgul H., Majdosz P.: *Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market*, „Badania Operacyjne i Decyzji”, 2005, nr 1.
- Healy P., Palepu K.: *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, „Journal of Financial Economics” 1988, No. 21.
- Jin Z.: *On the differential market reaction to dividend initiations*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2000, No. 40.
- Kurniasih A., Siregar H., Sembel R., Achsani N.A.: *Reaction to the Cash Dividend Announcement: An Empirical Study from the Indonesia Stock Exchange 2004–2009*, „European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences” 2011, Issue 40.
- Lintner J.: *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, „American Economic Review” 1956, No. 61.
- Michaelis R., Thaler R.H., Womack K.L.: *Price reaction to dividend initiations and omissions over-reaction of drift?*, „The Journal of Finance” 1995, No. 2.
- Miller M., Modigliani F.: *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „Journal of Business” 1961, No. 34.
- Watts R.: *The information content of dividends*, „The Journal of Business” 1973, No 46.

dr Agnieszka Perepeczo
Uniwersytet Szczeciński
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Katedra Zarządzania Finansami

Streszczenie

W artykule zostały przedstawione główne założenia teorii polityki dywidend, w szczególności teoria nieistotności dywidend, teoria zwana „ułudą wróbla w garści” oraz teoria preferencji podatkowych. Ponadto, opisane zostały dwa zjawiska zaobserwowane i ściśle związane z polityką dywidend:

efekt klienteli i efekt sygnalizacyjny dywidendy. Relacja pomiędzy decyzjami dotyczącymi podziału zysku i ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa jest przedmiotem wielu badań empirycznych. W niniejszym opracowaniu został dokonany przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na zmianę polityki dywidendy jako rynkowej oceny wpływu zdarzenia na wartość rynkową przedsiębiorstwa na rynkach rozwiniętych oraz na polskim rynku kapitałowym. Wyniki analizy wskazują, że reakcja inwestorów jest podobna, a akcjonariusze spółek rozpoczynających lub zwiększających wypłatę dywidendy realizują pozytywne wartości dodatkowych stóp zwrotu.

THE REACTION OF SHAREHOLDERS TO CHANGES IN DIVIDEND POLICY – THE REVIEW OF RESEARCH RESULTS

Summary

The paper presents the main assumption of the dividend policy theory, in particular the theory of irrelevance of dividends, the theory known as “the illusion of a sparrow in the hand” and the theory of tax preferences. In addition, two effects observed and closely related to the dividend policy are described: the clientele and dividend signaling effect. The relationship between decisions on profit distribution and their impact on the market value of the company is the subject of many empirical studies. The article reviews the results of studies on the shareholders’ reaction to changes in dividend policy as a market assessment of events on developed and Polish capital markets. The evidence leads to the conclusion that reaction of investors is similar and results in positive abnormal return for shareholders of firms initiating or increasing dividend payments.

