

Reakcja inwestorów na politykę wypłat dywidendy a zmiany koniunktury giełdowej*

Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak**

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest określenie związku między wartością wypłacanych dywidend a wielkością nadwyżkowych stóp zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1998–2014. Badania prowadzono z wyróżnieniem okresu koniunktury oraz dekoniunktury.

Metodologia badania – Jako metodę badawczą wykorzystano analizę zdarzeń ze skumulowaną nadwyżkową stopą zwrotu CAAR jako miarą reakcji inwestorów na stosowaną politykę dywidendy. Jako benchmark wykorzystano trzy modele: średniej stopy zwrotu, indeksowy oraz rynkowy.

Wynik – Przeprowadzone badania nie dają jednoznacznych wyników. Jednak, w większości przypadków, potwierdzają hipotezę o informacyjnej zawartości dywidend.

Oryginalność/wartość – Wyniki badań empirycznych zawierają dane dotyczące wszystkich przypadków w okresie 1998–2014, w których można było stwierdzić wzrost lub spadek wartości wypłacanych dywidend analizowanych w czasie hossy oraz bessy na rynku.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, cykl giełdowy, cykl koniunkturalny, teoria sygnalizacji, analiza zdarzeń

Wprowadzenie

Literatura dotycząca czynników wpływających na politykę dywidend jest bardzo bogata. Decyzje podejmowane przez spółki w tym zakresie próbuje się wyjaśniać za pomocą wielu teorii, często wzajemnie się wykluczających („prodywidendowych” i „antydywidendowych”). W poszczególnych badaniach analizuje się wpływ czynników zarówno mikroekonomicznych jak i makroekonomicznych na poziom dywidend wypłacanych inwestorom. Jednym z czynników makroekonomicznych jest koniunktura na rynku kapitałowym. Prowadzone badania odwołują się do teorii o zawartości informacyjnej dywidend, w której dywidenda jest traktowana jako sygnał określający jakość przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest zbadanie wpływu zmian w polityce dywidend przedsiębiorstw niefinansowych, na wielkość ponadnormatywnych stóp zwrotu, odrębnie w okresie hossy oraz bessy, na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1998–2014. Wpływ ten

* Badania zostały sfinansowane ze środków projektu badawczego przyznanego przez Narodowe Centrum Nauki (2015/19/D/HS4/01950).

** dr Leszek Czapiewski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: leszek.czapiewski@ue.poznan.pl; dr hab. Jarosław Kubiak, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: jaroslaw.kubiak@ue.poznan.pl.

zostanie zbadany przy użyciu metody analizy zdarzeń. Zdarzeniem będzie komunikat o decyzji Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy (WZA) o wysokości dywidendy przypadającej na jedną akcję.

1. Koniunktura giełdowa a reakcja rynku na politykę dywidend w świetle dotychczasowych badań

Zgodnie z teorią sygnalizacji, wysokość dywidend jest sygnałem dla inwestorów określającym przewidywania menedżerów w zakresie przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Inicjacja wypłaty dywidendy czy wzrost jej wartości jest pozytywnym sygnałem określającym jakość przedsiębiorstwa (Bhattacharya, 1979; Miller, Rock, 1985). Inwestorzy mogą szczególnie mocno reagować na zmianę polityki dywidend. Dotychczasowe badania (Pettit, 1972; Aharony, Swary, 1980; Brickley, 1983; Healy, Palepu, 1988; Michaely, Thaler, Womack, 1995) zasadniczo wskazują na pozytywną zależność pomiędzy zmianą wartości dywidendy a zmianą ceny akcji. Zależności te dotyczą zarówno rynku amerykańskiego, jak i europejskiego (Tuzimek, 2012).

Problem reakcji cen akcji na zmiany polityki dywidend był także badany w odniesieniu do spółek notowanych na GPW w Warszawie. Słoński i Zawadzki (2012) nie potwierdzili zależności pomiędzy kierunkiem zmian w polityce dywidend a średnimi zwykłymi stopami zwrotu. Zauważyli natomiast, że sam fakt wypłacenia dywidendy, niezależnie od jej wysokości lub kierunku zmian, powodował średni wzrost akcji ponad wartość oczekiwaną. Tuzimek (2012) najwyższą wartość skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu odnotował w przypadku inicjacji dywidend. W grupie dywidend wzrostowych i w grupie dywidend stabilnych wartości te były niższe. Natomiast najniższą, ale nadal dodatnią, skumulowaną wartość ponadprzeciętnych stóp zwrotu odnotowano w grupie dywidend spadkowych. Jest to obserwacja odmienna w stosunku do rynków rozwiniętych, mogąca wskazywać na to, że na GPW w Warszawie sam fakt wypłaty dywidendy mógł być odbierany pozytywnie. Podobną konkluzję ze swoich badań zaprezentowali Słoński i Zawadzki (2012). Frasyniuk-Pietrzyk i Walczak (2014) skoncentrowały się w swoich badaniach na reakcji inwestorów na wypłatę dywidend wyłącznie w spółkach, które regularnie wypłacały dywidendę. W przypadku wzrostów wartości dywidendy, nadwyżkowa stopa zwrotu była dodatnia, a w przypadku spadków wartości dywidend – ujemna, przy czym nadwyżkowa stopa zwrotu była istotna statystycznie jedynie w dniu WZA.

Analizując teorię informacyjnej zawartości dywidend pod kątem fazy, w jakiej znajduje się rynek, inwestor powinien relatywnie wyżej docenić informacje wynikające z ogłoszeń o wypłacie dywidendy sprzecznych z silnymi cyklami rynkowymi. Na przykład obniżki dywidend w czasie hossy i wzrosty dywidend podczas bessy powinny zawierać więcej informacji o jakości spółki niż obniżki dywidend na rynkach bessy i wzrosty dywidend na rynkach hossy. W takim przypadku można się spodziewać znaczących różnic w anormalnych

(ponadnormatywnych) stopach zwrotu dla podobnych ogłoszeń o wypłatach dywidendy. Tłumaczy się to występowaniem różnicy w ilości przesyłanych w ten sposób informacji. Below i Johnson (1996), badając rynek amerykański (spółki z indeksu S&P 500) wykazali, że dobre wiadomości (wzrost wartości dywidend) i złe wiadomości (spadek wartości dywidend) są postrzegane inaczej w zależności od tego, w jakiej fazie znajduje się rynek. Kurs akcji wykazuje dużo silniejszą pozytywną reakcję na ogłoszenia o zwiększeniu dywidendy w czasie bessy niż w trakcie hossy (Below, Johnson, 1996). Podobne wnioski wysnuł Faloye i Oluwole (2014) na podstawie giełdy w Londynie, analizując spółki z indeksu FTSE 100. Autorzy zaobserwowali w dniu zdarzenia większą reakcję rynku na zapowiedź wzrostu wypłaty dywidend w okresie bessy niż w okresie hossy (przeciętna ponadnormatywna stopa zwrotu w czasie bessy wyniosła 0,49%, a w czasie hossy 0,39%). Natomiast w przypadku spadku wypłaty dywidend w okresie bessy zaobserwowano w dniu zdarzenia statystycznie istotną pozytywną ponadnormatywną stopę zwrotu (0,05%), a w okresie hossy ujemną anormalną stopę zwrotu (-0,31%). Wymienione wyżej obserwacje były statystycznie istotne na poziomie 5%.

W Polsce badania związku cyklu giełdowego z polityką dywidendy prowadzili niezależnie Kowerski i Pieloch-Babiarz. Kowerski (2011) w badaniach przeprowadzonych na GPW w Warszawie obejmujących lata 1992–2009 wykazał, że na decyzje dywidendowe większy wpływ mogą mieć zmiany koniunktury na rynku kapitałowym niż zmiany kondycji gospodarki. Autor przedstawił analizy, z których wynika, że im wyższa dynamika zmian indeksu WIG w końcu roku $t - 1$ w stosunku do stanu z końca roku $t - 2$, tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w roku t . Pieloch-Babiarz (2015) przeprowadziła badania 42 spółek sektora przemysłu elektromaszynowego, notowanych na GPW w latach 2001–2014. Wśród analizowanych przedsiębiorstw większą skłonność do wypłaty dywidendy zaobserwowano w okresie dekoniunktury giełdowej. Z drugiej jednak strony w niektórych latach dekoniunktury giełdowej rynek wyżej wyceniał spółki niewypłacające dywidendy, a średnia wartość zwykłej i ważonej premii dywidendowej była niższa w latach spadków kursów akcji.

2. Opis próby badawczej i zastosowanej metody badań

W artykule przeanalizowano wypłaty dywidend w latach 1998–2014. Efekt polityki dywidendy określano na podstawie zmiany wartości wypłacanych dywidend w kolejnych okresach. Metodą badawczą była często wykorzystywana w tym obszarze analiza zdarzeń (Perepeczo, 2010; Czapiewski, Kubiak, 2017). Za dzień zdarzenia $t - 0$ przyjęto datę uchwały podjętej na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA). Podobnie jak w badaniach Dasilasa i Leventisa (2011) oraz Faloye'a i Oluwole'a (2014) przyjęto, że okno estymacji składało się z 200 notowań poprzedzających okno zdarzenia $\langle t - 220; t - 21 \rangle$, natomiast okno zdarzenia obejmowało 41 dni: $\langle t - 20; t + 20 \rangle$. Do ustalenia stóp odniesienia (tzw. teoretycznych stóp zwrotu – benchmarku) użyto trzech modeli: indeksowego, rynkowego (tak

jak Below, Johnson (1996) oraz Faloye, Oluwole (2014)) oraz modelu średniej stopy zwrotu. Istotność średnich nadwyżkowych stóp zwrotu oraz ich skumulowanych wartości sprawdzono za pomocą testu *t*-studenta. Badania przeprowadzono na podstawie skorygowanych o operacje na papierach notowaniach spółek. Dane zostały zaczerpnięte z serwisu GPW Infostrefa, bazy Operacji na Papierach GPW oraz *Roczników Gieldowych*.

Nadwyżkowe stopy zwrotu określano dla czterech typów zdarzeń. Badano osobno:

- przypadki wzrostów wypłaty dywidendy w okresach hossy,
- przypadki wzrostów wypłaty dywidendy w okresach bessy,
- przypadki spadków wypłaty dywidendy w okresach hossy,
- przypadki spadków wypłaty dywidendy w okresach bessy.

Podziału okresu badawczego na okresy bessy i hossy dokonano na podstawie analizy poziomu indeksu WIG. Zdarzenia przyporządkowano do danego okresu na podstawie analizy notowań indeksu w okresie 12 miesięcy poprzedzających dzień WZA. Jeżeli notowanie indeksu w dniu poprzedzającym dzień zdarzenia było wyższe od jego kursu sprzed 12 miesięcy, to zdarzenie kwalifikowano do okresu hossy. W odwrotnej sytuacji (wartość indeksu WIG była dzień przed WZA niższa od wartości indeksu 12 miesięcy wcześniej) zdarzenie kwalifikowano do bessy.

Celem badania było sprawdzenie, czy reakcja rynku na ogłoszenie komunikatu o wypłacie dywidendy jest mocniejsza w sytuacji, gdy polityka dywidendy jest sprzeczna z fazą cyklu rynkowego. A zatem badanie służyło udzieleniu odpowiedzi na dwa pytania:

1. Czy zgodnie z oczekiwaniami w przypadku wzrostu wypłat dywidend wyższa ponadnormatywna stopa zwrotu wystąpi w okresie bessy niż w okresie hossy?
2. Czy zgodnie z oczekiwaniami w przypadku spadku wartości dywidend wyższa negatywna reakcja rynku wystąpi w warunkach hossy niż bessy?
3. Wyniki badań empirycznych

W tabelach 1 i 2 zamieszczono wartości nadwyżkowych stóp zwrotu (z danego dnia oraz skumulowanych dla okna zdarzenia¹) wszystkich przypadków wzrostów wartości wypłacanej dywidendy. W tabeli 1 zaprezentowano te wartości w przypadku gdy wzrost wartości dywidend następował w okresach hossy, a w tabeli 2 – w przypadku okresów bessy. W tabelach zamieszczono także istotność wyników przy wykorzystaniu parametrycznego testu *t*-studenta. Wyniki analiz zilustrowano odpowiednio na rysunku 1 i 2.

W przypadku wzrostu wartości dywidend zarówno w okresie hossy, jak i bessy, można zaobserwować pozytywną reakcję rynku. Jest ona jednak, wbrew przypuszczeniom, mocniejsza w przypadku wzrostu wartości wypłacanych dywidend w okresie hossy. W tych warunkach można zaobserwować wyraźnie wyższe skumulowane ponadnormatywne stopy zwrotu w dniu zdarzenia oraz w okresie 10 dni po zdarzeniu. Stopy te są istotne statystycznie w całym tym okresie. W przypadku bessy istotną statystycznie reakcję rynku można

¹ Ze względu na ograniczenia dotyczące objętości artykułu, zaprezentowano wartości nadwyżkowych stóp zwrotu oraz ich skumulowanych wartości dla poszczególnych dni z okna zdarzenia $\langle t - 10; t + 10 \rangle$. Nie wpływa to jednak na wnioski z badań, które prowadzono dla okna zdarzenia $\langle t - 20; t + 20 \rangle$ – wyniki i wnioski są zgodne.

Tabela 1

Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie hossy – wartości AAR i CAAR (%)
– 265 przypadków

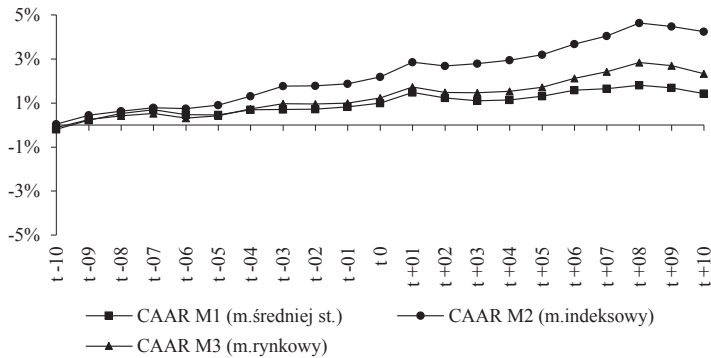
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t – 10	0,05	0,05	0,07	–0,20	0,04	–0,12
t – 09	0,02	–0,04	–0,02	0,23	0,45 **	0,25
t – 08	0,33 **	0,25	0,20	0,53 **	0,62 **	0,43 *
t – 07	–0,11	0,01	–0,08	0,70 **	0,79 ***	0,52 *
t – 06	–0,13	–0,01	–0,10	0,47	0,75 **	0,31
t – 05	–0,02	0,09	0,05	0,46	0,91 ***	0,42
t – 04	0,16	0,19	0,17	0,70 *	1,32 ***	0,74 **
t – 03	0,02	0,16	0,12	0,71 *	1,77 ***	0,97 ***
t – 02	–0,15	–0,02	–0,11	0,73 *	1,78 ***	0,96 **
t – 01	–0,05	0,14	0,04	0,82 *	1,88 ***	1,00 **
t 0	0,36 **	0,44 ***	0,43 ***	1,00 **	2,19 ***	1,23 ***
t + 01	0,24	0,33 **	0,25 *	1,48 ***	2,86 ***	1,73 ***
t + 02	–0,01	0,00	–0,03	1,23 **	2,68 ***	1,48 ***
t + 03	0,00	0,10	0,03	1,11 *	2,79 ***	1,47 ***
t + 04	0,11	0,15	0,12	1,14 *	2,95 ***	1,53 ***
t + 05	0,23 *	0,22 *	0,25 **	1,31 **	3,19 ***	1,72 ***
t + 06	0,31 **	0,39 ***	0,36 ***	1,59 **	3,68 ***	2,12 ***
t + 07	0,02	0,20	0,12	1,65 ***	4,04 ***	2,43 ***
t + 08	–0,03	0,13	–0,02	1,81 ***	4,63 ***	2,84 ***
t + 09	–0,17	–0,12	–0,10	1,69 ***	4,48 ***	2,70 ***
t + 10	–0,08	–0,09	–0,13	1,43 **	4,25 ***	2,33 ***

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

***, **, * – istotność wyników na poziomie $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$.

Źródło: opracowanie własne.

zaobserwować dla AAR w pierwszym dniu po zdarzeniu ($t - 1$) oraz dla CAAR w przypadku stosowania modelu indeksowego jako punktu odniesienia, w większości dni po WZA. Wyniki te potwierdzają zatem z jednej strony teorię informacyjnej zawartości dywidend, gdyż wzrost dywidend wywołuje pozytywną reakcję rynku, ale z drugiej strony, przeciwnie do ustaleń Belowa i Johnsona (1996), w okresie bessy wzrost wartości dywidend wywołuje nieco słabszą reakcję pozytywną niż w okresie hossy. Wyjaśnięć takiego stanu rzeczy można poszukiwać między innymi w dorobku finansów behawioralnych. Można przypuszczać, że inwestorzy w okresie hossy są bardziej skłonni do inwestowania i akceptowania wyższych cen akcji spółek, które postrzegają jako atrakcyjne.



Rysunek 1. Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie hossy – wartości CAAR

Źródło: tab. 1.

Tabela 2

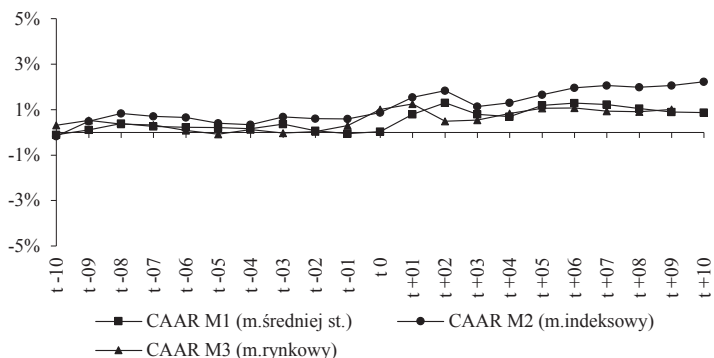
Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie bessy – wartości AAR i CAAR (%)
– 141 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-10	0,11	0,05	0,05	-0,10	-0,17	-0,16
t-09	0,19	0,35	0,29	0,11	0,48	0,31
t-08	0,00	-0,03	-0,03	0,39	0,83	0,53
t-07	-0,04	0,02	-0,05	0,26	0,71	0,36
t-06	-0,30	-0,33	* -0,25	0,22	0,65	0,32
t-05	-0,29	-0,36	-0,37	0,22	0,41	0,08
t-04	0,13	0,12	0,13	0,16	0,34	-0,08
t-03	-0,10	0,05	-0,07	0,36	0,68	0,12
t-02	0,01	0,08	0,04	0,07	0,60	-0,03
t-01	-0,16	-0,05	-0,06	-0,05	0,59	0,04
t0	0,12	0,09	0,14	0,03	0,87	0,30
t+01	0,95	*** 0,84	*** 0,88	*** 0,79	1,54	** 1,00
t+02	0,19	0,01	0,03	1,30	1,83	** 1,24
t+03	-0,30	-0,30	* -0,38	0,80	1,14	0,49
t+04	-0,36	* -0,35	-0,31	0,69	1,30	0,54
t+05	0,26	0,27	0,21	1,19	1,65	* 0,83
t+06	0,02	0,09	0,09	1,29	1,97	** 1,06
t+07	-0,17	-0,23	-0,17	1,22	2,06	** 1,08
t+08	0,14	0,19	0,12	1,04	1,99	** 0,94
t+09	0,06	0,05	0,08	0,90	2,06	** 0,91
t+10	-0,09	-0,02	-0,01	0,87	2,23	** 1,01

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

***, **, * – istotność wyników na poziomie $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$.

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 2. Reakcja na wzrost wartości dywidend w okresie bessy – wartości CAAR

Źródło: tab. 2.

W tabelach 3 i 4 oraz na rysunkach 3 i 4 przedstawiono wyniki nadwyżkowych stóp zwrotu dla przypadków spadku wartości dywidend – odpowiednio obserwowanych w czasie hossy (tab. 3 i rys. 3) oraz w okresie bessy (tab. 4 i rys. 4).

Tabela 3

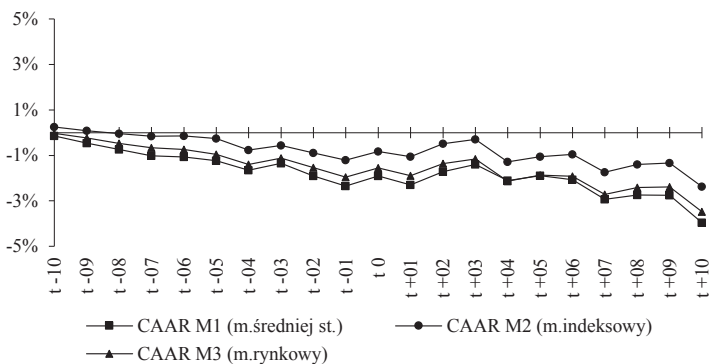
Reakcja na spadek wartości dywidend w okresie hossy – wartości AAR i CAAR (%) – 125 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t - 10	-0,05	0,03	-0,05	-0,14	0,25	-0,02
t - 09	0,00	0,04	0,05	-0,45	0,08	-0,23
t - 08	-0,18	-0,14	-0,16	-0,75 **	-0,05	-0,47
t - 07	-0,17	-0,14	-0,12	-1,02 **	-0,16	-0,66 *
t - 06	-0,05	0,06	-0,01	-1,07 *	-0,15	-0,74
t - 05	-0,24	-0,15	-0,19	-1,24 **	-0,26	-0,96 *
t - 04	-0,29	-0,39	-0,32	-1,65 ***	-0,77	-1,39 ***
t - 03	0,22	0,16	0,20	-1,35 **	-0,56	-1,12 **
t - 02	-0,33 *	-0,19	-0,25	-1,91 ***	-0,89 *	-1,54 ***
t - 01	-0,19	0,02	-0,11	-2,35 ***	-1,21 **	-1,96 ***
t 0	0,40 *	0,42 *	0,41 *	-1,91 ***	-0,83	-1,55 ***
t + 01	-0,05	0,07	0,03	-2,30 ***	-1,05 *	-1,90 ***
t + 02	0,32	0,38 *	0,36 *	-1,72 **	-0,48	-1,36 **
t + 03	0,06	0,12	0,10	-1,40	-0,29	-1,16
t + 04	-0,51 **	-0,53 **	-0,57 **	-2,10 **	-1,28 *	-2,14 ***
t + 05	0,19	0,29	0,28	-1,90 **	-1,06	-1,87 **
t + 06	0,02	0,17	0,12	-2,08 **	-0,96	-1,91 **
t + 07	-0,39 **	-0,38 **	-0,37 **	-2,93 ***	-1,74 **	-2,72 ***
t + 08	0,20	0,15	0,20	-2,75 ***	-1,40 *	-2,41 ***
t + 09	0,19	0,26	0,23	-2,75 ***	-1,34	-2,38 **
t + 10	-0,47	-0,46	-0,42	-3,96 ***	-2,37 **	-3,47 ***

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

***, **, * – istotność wyników na poziomie $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$.

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 3. Reakcja na spadek wartości dywidendy w okresie hossy – wartości CAAR

Źródło: tab. 3.

Tabela 4

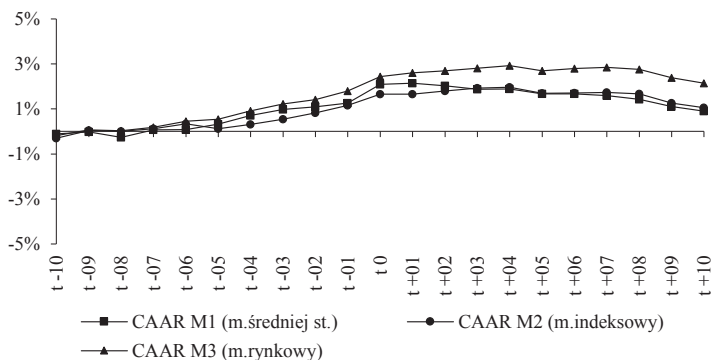
Reakcja na spadek wartości dywidend w okresie bessy – wartości AAR i CAAR (%)
– 78 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t - 10	-0,10	-0,33	-0,17	-0,11	-0,31	-0,18
t - 09	0,09	0,38	0,24	-0,02	0,05	0,07
t - 08	-0,17	-0,08	-0,10	-0,26	0,01	0,03
t - 07	0,32	0,11	0,19	0,07	0,13	0,19
t - 06	0,02	0,02	0,10	0,08	0,34	0,45
t - 05	0,19	-0,21	0,06	0,32	0,12	0,55
t - 04	0,27	0,12	0,23	0,71	0,31	0,91
t - 03	0,32	0,20	0,27	0,97	0,55	1,22 *
t - 02	0,09	0,19	0,15	1,10	0,82	1,42 **
t - 01	0,28	0,37	0,41	1,26	1,16	1,79 **
t 0	0,78 **	0,40	0,56	2,09 **	1,66 **	2,44 ***
t + 01	0,32	0,22	0,38	2,14 **	1,66 *	2,61 ***
t + 02	-0,22	-0,04	-0,09	2,03 *	1,80 *	2,70 ***
t + 03	0,03	0,18	0,17	1,88 *	1,93 **	2,81 ***
t + 04	-0,07	0,00	0,00	1,89 *	1,97 **	2,92 ***
t + 05	-0,18	-0,35	-0,27	1,68	1,70 *	2,70 ***
t + 06	0,05	-0,04	0,08	1,67	1,71	2,80 **
t + 07	0,05	0,00	0,08	1,59	1,73	2,85 ***
t + 08	-0,08	-0,09	-0,08	1,43	1,67	2,76 **
t + 09	-0,34	-0,38	-0,37	1,10	1,26	2,39 **
t + 10	-0,07	-0,11	-0,14	0,91	1,06	2,14 *

M1 – model średniej st.; M2 – model indeksowy; M3 – model rynkowy.

***, **, * – istotność wyników na poziomie $\alpha = 0,01; 0,05; 0,1$.

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Reakcja na spadek wartości dywidendy w okresie bessy – wartości CAAR

Źródło: tab. 4.

W przypadku spadku wartości dywidend w okresie hossy można zaobserwować negatywną reakcję rynku. Skumulowana ponadnormatywna stopa zwrotu w oknie zdarzenia przyjmuje wartości ujemne i są one w większości istotne statystycznie. Natomiast w okresie bessy reakcja rynku na obniżenie wartości dywidend jest pozytywna. Można przypuszczać, że inwestorzy doceniają sam fakt wypłaty dywidendy w okresie kryzysu na rynku – i stąd dodatnie ponadnormatywne stopy zwrotu. Skumulowane ponadnormatywne stopy zwrotu są istotne statystycznie w dniu zdarzenia oraz w kolejnych pięciu dniach po WZA (w przypadku modelu rynkowego istotność statystyczna występuje do końca okna zdarzenia). Warto zwrócić uwagę, że – zgodnie z teorią zawartości informacyjnej dywidend – reakcja rynku na spadki w okresie hossy jest silniejsza niż w okresie bessy. Uzyskane wyniki w tym przypadku są zasadniczo zbieżne z obserwacjami Faloye’a i Oluwole’a (2014).

Uwagi końcowe

Wyniki przeprowadzonych badań nie są jednoznaczne. Z jednej strony analizy dokonane dla przypadków spadku wartości dywidendy potwierdziły przypuszczenia oparte na teorii informacyjnej zawartości dywidend, w myśl której silniejsza – negatywna reakcja rynku – wystąpiła w przypadku hossy. Natomiast w przypadku bessy rynek docenił sam fakt wypłaty dywidendy – choć należy zaznaczyć, że większości przypadków zaobserwowanych nadwyżkowych stóp zwrotu nie była w oknie zdarzenia istotna statystycznie. Z drugiej natomiast strony – w przypadku analizy wzrostu wartości dywidend – wbrew oczekiwaniom rynek mocniej nagradzał takie decyzje w okresie hossy. Zdaniem autorów może to mieć podłoże psychologiczne i być związane z większą skłonnością inwestorów do akceptacji wyższych cen akcji w warunkach hossy. Oczywiście weryfikacja takiej hipotezy

wymagałby dalszych szczegółowych badań, prowadzonych również z wykorzystaniem innych metod badawczych.

Należy także zaznaczyć, że jednoznacznie potwierdziły się oczekiwania pozytywnej reakcji rynku na wzrost wartości dywidend – niezależnie od tego, czy miało to miejsce w okresie hossy, czy bessy. Ta obserwacja także jest zgodna z tezami teorii informacyjnej zawartości dywidend.

Literatura

- Aharony, J., Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stock-holders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 1 (10).
- Below, S., Johnson, K. (1996). Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Announcements in Bull and Bear Markets. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 3 (9).
- Brickley, J. (1983). Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designed Dividend. *The Journal of Financial Economics*, 12.
- Czapiewski, L., Kubiak, J. (2017). Reakcja inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86).
- Dasilas, A., Leventis, S. (2011). Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, 20.
- Faloye, B., Oluwole, F. (2014). Dividend announcement on share prices in a bull and a bear market phase. *Journal of Economics and International Finance*, 6.
- Frasyniuk-Pietrzyk, M., Walczak, M. (2014). Wpływ informacji o wypłacie dywidendy na notowania spółek na GPW w Warszawie w latach 2006–2013. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu*, 7.
- Healy, P., Palepu, K. (1988). Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *The Journal of Financial Economics*, 21.
- Kowerski, M. (2011). *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*. Kraków–Rzeszów–Zamość: Konsorcjum Akademickie Wydawnictwo WSE w Krakowie – WSiZ w Rzeszowie – WSZiA w Zamościu.
- Michaely, R., Thaler, R., Womack, K. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*, 50.
- Miller, M.H., Rock, K. (1985). The Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 4 (40).
- Perepeczo, A. (2010). Analiza zdarzenia i jej zastosowania. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 632.
- Pettit, R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 27.
- Pieloch-Babiarz, A. (2015). Cateringowe aspekty wypłaty dywidendy a koniunktura giełdowa. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia*, 4.
- Słoński T., Zawadzki, B. (2012). Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia*, 1.
- Tuzimek, R. (2012). Wpływ wypłat dywidendy na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 254.

INVESTORS' REACTION TO DIVIDEND ANNOUNCEMENT AND STOCK MARKET PHASES

Abstract: *Purpose* – The main aim of this paper was to test the relation between changes in dividends paid, and the amount of abnormal returns. The issue was empirically tested for companies listed on the Warsaw Stock Exchange between 1998 and 2014, so in a bull and a bear market phase.

Design/methodology/approach – Event study analysis with the cumulative abnormal rate of return was used as a measure of investors' reaction to the change in the value of dividends. Three models were used as a benchmark, namely: the index, the market and the mean-adjusted models.

Findings – The results are ambiguous. However, in most of the cases they confirm the hypothesis on the informational content of dividends.

Originality/value – The research study includes data on all dividend payments of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 1998–2014. The research concerns all of the cases, in which it was possible to calculate the increase or decrease in the value of dividends paid during the bull market and the bear market phase, respectively.

Keywords: dividend policy, signalling theory, event study analysis, bull and bear market

Cytowanie

Czapiewski, L., Kubiak, J. (2018). Reakcja inwestorów na politykę wypłat dywidendy a zmiany koniunktury giełdowej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 243–253. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-21.