

Polityka dywidend a nadwyżkowe stopy zwrotu z inwestycji w spółki notowane na GPW w Warszawie*

Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak**

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest zbadanie wpływu kontynuacji lub zmiany dotychczas stosowanej polityki wypłaty dywidendy na wielkość nadwyżkowych stóp zwrotu spółek, których akcje były notowane na GPW w Warszawie w latach 1996–2014.

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 3 modele: indeksowy, rynkowy i CAPM.

Wynik – Przeprowadzone badania nie dają jednoznacznych wyników. Statystycznie istotne reakcje inwestorów odnotowano jedynie na sytuację kontynuacji polityki dywidendy, przy czym dla przypadków systematycznego wzrostu dywidend reakcja była pozytywna, a w przypadku systematycznego spadku dywidend reakcja była negatywna i silniejsza niż w przypadku utrzymywania trendu wzrostowego dywidend.

Oryginalność/wartość – Publikowane wyniki badań zawierają dane dotyczące wszystkich przypadków, w których można było stwierdzić kontynuację lub zmianę polityki dywidend w ciągu trzech kolejnych lat przez spółki notowane na GPW w Warszawie w okresie 1996–2014.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, teoria sygnalizacji, analiza zdarzeń

Wprowadzenie

Polityka dywidendy to jeden z głównych obszarów decyzyjnych w zakresie zarządzania finansami. Decyzje w tym zakresie wpływają na możliwości inwestycyjne, kształtowanie struktury kapitału oraz postrzeganie spółki przez inwestorów. W artykule zbadane zostało podejście, związane z teorią o zawartości informacyjnej dywidend, według której wartość dywidendy jest sygnałem dla inwestorów, pozwalającym wyrobić pogląd na temat przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest zbadanie wpływu kontynuacji lub zmiany dotychczas stosowanej polityki wypłaty dywidendy na wielkość nadwyżkowych stóp zwrotu spółek, których akcje były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1996–2014. Wpływ ten zostanie określony przy użyciu metody analizy zdarzeń. Zdarzeniem będzie komunikat o decyzji Walnego Zgromadzenia

* 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.

Akcjonariuszy (WZA) o wysokości dywidendy przypadającej na jedną akcję, w czwartym z rzędu roku, w którym wypłacono dywidendę.

1. Polityka dywidend a stopy zwrotu z akcji w świetle dotychczasowych badań

Politykę dywidendy można zdefiniować jako podejmowanie decyzji o wartości dywidendy z perspektywy tworzenia warunków dla rozwoju i wzrostu wartości spółki dla właścicieli. Na poziomie operacyjnym polityka ta zatem prowadzi do określenia tego, ile zysku spółka ma wypłacić akcjonariuszom, a ile zatrzymać. W tym kontekście można wskazać na trzy najczęściej opisywane w literaturze modele dywidendy: polityka stabilnej wielkości dywidendy, polityka stabilnej stopy wypłaty dywidendy oraz rezydualna polityka dywidendy (Sierpińska, 1999, s. 99–105). Polityka stabilnej wielkości dywidendy polega na zapewnieniu akcjonariuszom względnie stałej lub rosnącej dywidendy w dłuższym okresie, co zgodnie z teorią sygnalizacji powinno świadczyć o dobrej sytuacji finansowej spółki. Polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy polega na utrzymaniu stałego poziomu wskaźnika wypłat dywidendy, a więc procentowo określonej części zysku. Wartość dywidendy będzie się w tym przypadku zmieniała proporcjonalnie do wypracowanego zysku. Z jednej strony może to pomóc przedsiębiorstwu utrzymać płynność finansową, a z drugiej – w przypadku spadku wartości zysków – narazić na negatywną reakcję inwestorów. Podobny problem może wystąpić w przypadku prowadzenia rezydualnej polityki dywidendy, w której jej poziom zależy nie tylko od wartości osiągniętego zysku, ale również od potrzeb inwestycyjnych. Zasadniczo zatem o polityce dywidend powinno się mówić w odniesieniu do spółek, które w dłuższym okresie systematycznie przeznaczają przynajmniej część zysków na wypłatę dywidend, aczkolwiek część przedsiębiorstw prowadzi politykę zerowej stopy zysku. (Wypych, 2016). W tym ostatnim przypadku nie można jednak zbadać reakcji inwestorów na zmianę polityki dywidend. Mogłaby ona zostać zbadana dopiero w przypadku inicjacji wypłat dywidend.

Wysokość wypłacanej dywidendy, zgodnie z teorią sygnalizacji, stanowi informację dla inwestorów odnośnie do przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Inicjacja wypłaty dywidend, czy wzrost ich 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; Aharoni, Swary, 1980; Brickley, 1983; Healy, Palepu, 1988; Michaely, Thaler, Womack, 1995) w większości wskazują na pozytywną zależność pomiędzy zmianą wartości dywidendy, a zmianą ceny akcji. Ponadto wzrost ceny akcji obserwuje się w przypadku inicjacji wypłaty dywidendy, a spadek w przypadku zaprzestania wypłaty dywidendy.

Wyżej określone zależności dotyczą zarówno rynku amerykańskiego jak i europejskiego. Jak wskazują badania przeprowadzone dla rynku amerykańskiego kursy akcji pod wpływem informacji o wzroście wypłacanej dywidendy zwyżkują, dywidendy utrzymane na tych samych poziomach co rok wcześniej nie wywołują praktycznie żadnego wpływu na

kurs akcji, natomiast dywidendy spadkowe stanowią impuls do spadku cen akcji. Wyniki badań dla rynków europejskich, w większości potwierdzają rezultaty badań na rynku amerykańskim. Jedynie w przypadku utrzymania wysokości wypłacanych dywidend zaobserwowano inną reakcję – wzrost dochodu z akcji (Tuzimek, 2012).

Problem reakcji cen akcji na zmiany polityki dywidend był także badany w odniesieniu do spółek notowanych na GPW w Warszawie. Problematyką tą zajmowali się m.in. T. Słoński i B. Zawadzki, którzy analizowali 263 obserwacje spółek, które w latach 2005–2009 zmieniły wielkość dywidendy. Nie stwierdzono zależności pomiędzy kierunkiem zmian w polityce dywidendy a średnimi zrynkowymi stopami zwrotu. Sam fakt wypłacenia dywidendy, niezależnie od jej wysokości lub kierunku zmian, powodował średni wzrost akcji ponad wartość oczekiwaną (choć statystycznie istotny wzrost stwierdzono tylko w jednym przypadku).

Badania dotyczące kursu akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jako reakcji na stosowaną politykę dywidendy za lata 2000–2006 przeprowadził R. Tuzimek (2012). By określić politykę dywidendy Autor uwzględnił w badaniach jedynie te podmioty, które wypłacały dywidendy przynajmniej przez trzy lata z rzędu. Część przeprowadzonych badań dotyczyła analizy w czterech grupach przypadków: „pierwsze/wznowione” „dywidendy wzrostowe”, „stabilne” i „spadkowe”. Kryterium przydziału do konkretnej grupy była wysokość stopy dywidendy w kolejnych latach. Próba badawcza liczyła 213 zdarzeń, a w jej skład weszło 58 spółek. Zdecydowanie najwyższą wartość skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu odnotowano 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, niezależnie od jego poziomu. Podobną konkluzję na podstawie przeprowadzonych badań zawarli Słoński i Zawadzki (2012).

B. Brycz i M. Pauka (2013) przeprowadzili badanie na grupie spółek notowanych na GPW w Warszawie, które po raz pierwszy lub po co najmniej 5 latach przerwy zaczęły wypłacać dywidendę. Stwierdzono 21 takich przypadków. Przeprowadzone analizy wykazały, iż spółki inicjujące dywidendy zwiększają swoje aktywa i przychody ze sprzedaży, jednak przekaz prognostyczny dywidend inicjalnych co do przyszłych wyników nie jest już na tyle silny, aby inwestorzy mogli tylko na nim oprzeć swoje oczekiwania.

M. Frasyniuk-Pietrzyk, M. Walczak (2014) skoncentrowały się w swoich badaniach reakcji inwestorów na wypłatę dywidend wyłącznie na spółkach, które regularnie wypłacały dywidendę. W latach 2005–2013 Autorki zidentyfikowały 13 takich spółek. W przypadku wzrostów wartości dywidendy nadwyżkowa stopa zwrotu była dodatnia, w przypadku spadków wartości dywidend – ujemna. Należy jednak zaznaczyć, że nadwyżkowa stopa zwrotu była istotna statystycznie jedynie w dniu WZA (t_0).

A. Pieloch-Babiarz (2015) politykę dywidend badała na grupie 33 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000–2013, które minimum przez 5 lat kontynuowały wypłatę dywidend (inicjacja dywidend miała miejsce nie wcześniej niż w 2002 i nie później niż w 2009 roku). Przeprowadzone analizy wykazały, iż przeciętne nadwyżkowe stopy zwrotu były dodatnie i statystycznie istotne w trzecim i drugim dniu przed ogłoszeniem komunikatu o inicjacji wypłaty dywidendy.

A. Pieloch-Babiarz przeprowadziła także badania nad reakcją inwestorów na ogłoszenie wypłaty dywidendy inicjalnej na publicznych polskich spółkach z sektora przemysłu elektromaszynowego, które w latach 2001–2014 wypłaciły dywidendę inicjalną (łącznie 32 przypadki). W latach, w których na rynku wypłacano wysokie dywidendy relatywnie więcej spółek inicjowało jej wypłatę. Ponadto wartość dywidendy inicjalnej była wyższa w okresie, w którym rynek kapitałowy wyżej wyceniał spółki dywidendowe (Pieloch-Babiarz, 2016).

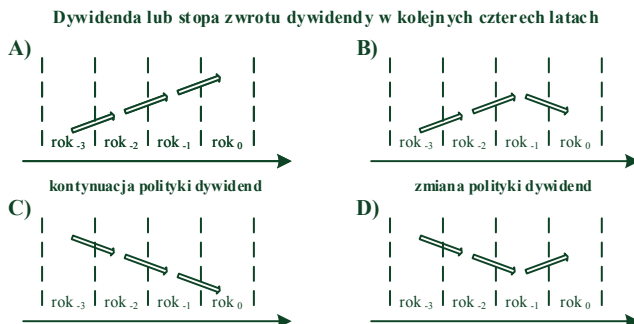
2. Opis próby badawczej i zastosowanej metody badań

W artykule przeanalizowano wypłaty dywidend w latach 1992–2014, przy czym ze względu na brak danych dotyczących dat Walnych Zgromadzeń Akcjonariuszy (WZA) badaniem objęto okres 1996–2014. Zidentyfikowano wszystkie przypadki, w których przedsiębiorstwa wypłacały dywidendy cztery lata z rzędu, co umożliwiło określenie trzech zmian wartości lub zmian stopy dywidend. Wybrano do analizy tylko przypadki, w których z pierwszego na drugi rok oraz drugiego na trzeci rok wystąpił ten sam kierunek zmian w wypłacie dywidend (dwa wzrosty lub dwa spadki dywidend lub ich stopy). Takie podejście wynikało z chęci zbadania reakcji inwestorów na kontynuowanie polityki dywidend lub jej zmianę. Nadwyżkowe stopy zwrotu określano zatem dla czterech typów zdarzeń, po dwóch dla kontynuacji i po dwóch dla zmiany polityki: dla wzrostu dywidendy (lub jej stopy) po dwóch kolejnych wzrostach, spadku dywidendy po dwóch kolejnych spadkach, spadku dywidendy po dwóch kolejnych wzrostach, oraz wzrostu dywidendy po dwóch kolejnych spadkach. Przypadki te zilustrowano na rysunku 1.

Celem badania było zatem po pierwsze sprawdzenie, czy to kontynuacja czy raczej zmiana polityki dywidendy wiąże się z mocniejszą reakcją inwestorów oraz po drugie, czy wyższe nadwyżkowe stopy wzrostu (straty) generowane są w przypadku wzrostowego czy niżkowego trendu zmian wartości (stopy) dywidend. W świetle teorii sygnalizacji, mocniejszej – negatywnej reakcji inwestorów można oczekiwać w przypadku spadku wartości dywidend¹, niż w przypadku ich wzrostu, który powinien wiązać się z możliwością osiągnięcia dodatnich nadwyżkowych stóp zwrotu. Zgodnie z teorią sygnalizacji, silniejszej

¹ Należy jednak przypomnieć, że z badań prowadzonych dla GPW w Warszawie wynika, że ze względu na relatywnie rzadkie wypłaty dywidend przez spółki, inwestorzy mogą pozytywnie reagować na sam fakt wypłaty dywidendy – bez względu na to, czy nastąpi jej wzrost czy spadek.

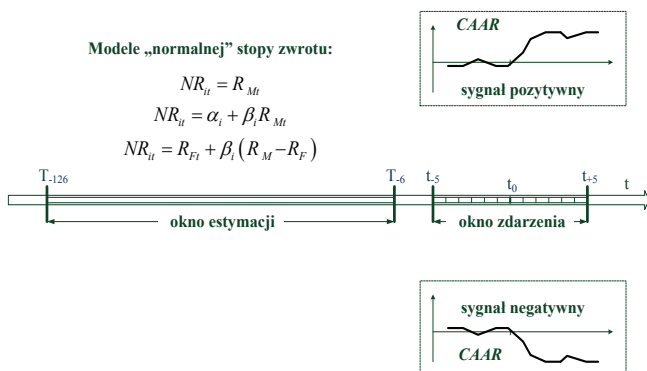
reakcji należy się spodziewać w przypadku zmian w dotychczas stosowanej polityce, niż w przypadku jej kontynuacji.



Rysunek 1. Kontynuacja i zmiana polityki dywidend

Źródło: opracowanie własne.

Metodą badawczą była analiza zdarzeń (rys. 2). Za dzień zdarzenia t_0 przyjęto datę uchwały podjętej na WZA. Okno estymacji składało się ze 120 notowań poprzedzających okno zdarzenia $\langle t - 126; t - 6 \rangle$, natomiast okno zdarzenia obejmowało 11 dni: $\langle t - 5; t + 5 \rangle$. Do ustalenia stóp odniesienia (tzw. teoretycznych stóp zwrotu – benchmarku) użyto trzech modeli: indeksowego, rynkowego i CAPM. 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 Giełdowych.



Rysunek 2. Metoda analizy zdarzeń – wykorzystane parametry

Źródło: opracowanie własne.

3. Wyniki badań empirycznych

W tabeli 1 zamieszczono wyniki nadwyżkowych stóp zwrotu (z danego dnia oraz skumulowanych dla okna zdarzenia) wszystkich przypadków wzrostów wartości wypłacanej dywidendy, następujących po wzrostach w dwóch poprzednich latach. W tabeli zamieszczono także istotność wyników przy wykorzystaniu parametrycznego testu t-studenta².

Tabela 1

Reakcja na kontynuację polityki wzrostowej dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – 77 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t -05	-0,04	-0,07	-0,05	0,06	0,05	0,08
t -04	0,23	0,21	0,46 *	0,28	0,23	0,57
t -03	0,16	0,06	0,11	0,45	0,30	0,70 **
t -02	-0,11	-0,26 *	-0,31 *	0,33	0,01	0,33
t -01	0,31	0,19	0,13	0,52	0,06	0,32
t 0	0,68 ***	0,53 **	0,48 **	1,16 **	0,54	0,73
t +01	0,12	0,01	0,12	1,21 **	0,48	0,82
t +02	-0,01	-0,08	0,08	1,22 **	0,37	0,98 *
t +03	0,21	-0,03	0,02	1,38 **	0,22	0,91
t +04	0,39	0,21	0,28	1,85 ***	0,46	1,25 *
t +05	0,60 ***	0,49 **	0,58 **	2,55 ***	1,05	1,94 **

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

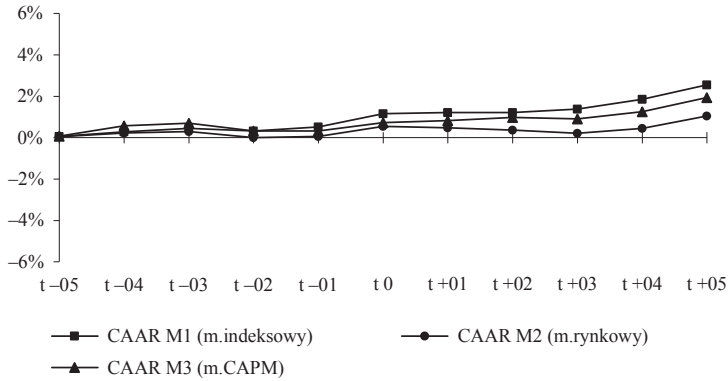
Źródło: opracowanie własne.

W przypadku wzrostu wartości dywidend istotnie statystyczną reakcją rynku można zaobserwować dla AAR w dniu zdarzenia (t0) oraz w ostatnim dniu okna zdarzenia (t5). Natomiast dla CARR w przypadku dwóch modeli benchmarkowych można mówić o statystycznie istotnych umiarkowanie wysokich nadwyżkowych stopach zwrotu od dnia zdarzenia.

Wyniki analiz zilustrowano na rysunku 3.

Analogiczne badanie przeprowadzono dla przypadku użycia stopy dywidendy jako miernika polityki dywidend. Wyniki przedstawiono w tabeli 2 oraz na rysunku 4.

² Wykorzystano również jego nieparametryczny odpowiednik (test Wilcoxona), który w znacznej liczbie przypadków był zbliżony ze wskazaniami testu t-studenta, jednak ze względu na ograniczenia redakcyjne został on pominięty w opracowaniu.



Rysunek 3. Reakcja na kontynuację polityki wzrostowej dywidend – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 1.

Tabela 2

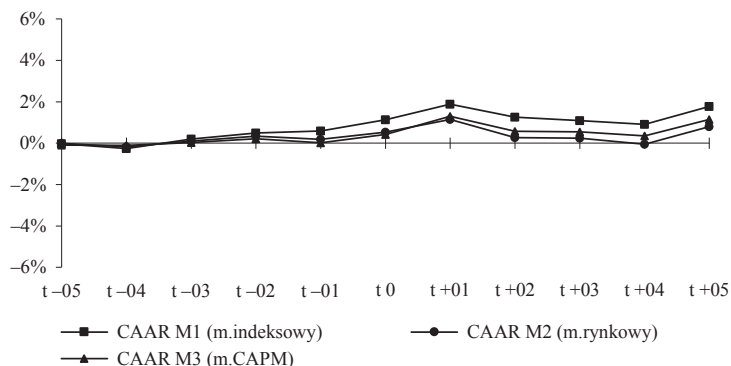
Reakcja na kontynuację polityki wzrostowej stopy dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – 26 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	-0,02	-0,01	-0,09	-0,02	-0,01	-0,09
t-04	-0,24	-0,17	-0,01	-0,26	-0,18	-0,10
t-03	0,46	0,29	0,14	0,19	0,11	0,03
t-02	0,29	0,24	0,18	0,49	0,34	0,21
t-01	0,10	-0,16	-0,19	0,59	0,18	0,02
t0	0,55	0,35	0,41	1,14	0,53	0,43
t+01	0,75 *	0,61	0,87 *	1,88 *	1,14	1,29
t+02	-0,63	-0,87 **	-0,72 **	1,25	0,28	0,57
t+03	-0,17	-0,04	-0,03	1,09	0,24	0,55
t+04	-0,18	-0,28	-0,19	0,90	-0,04	0,36
t+05	0,86 **	0,85 **	0,78 **	1,77 **	0,80	1,14

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Reakcja na kontynuację polityki wzrostowej stopy dywidend – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 5.

Wyniki uzyskane w przypadku zastosowania jako miernika stopy dywidendy, dla CAAR są podobne do tych, przy których zastosowano zmiany wartości dywidend, choć znacznie rzadziej są statystycznie istotne.

W tabelach 3 i 4 oraz na rysunkach 5 i 6 przedstawiono wyniki nadwyżkowych stóp zwrotu dla przypadków systematycznego spadku – odpowiednio wartości i stóp dywidend przez kolejne trzy lata.

Tabela 3

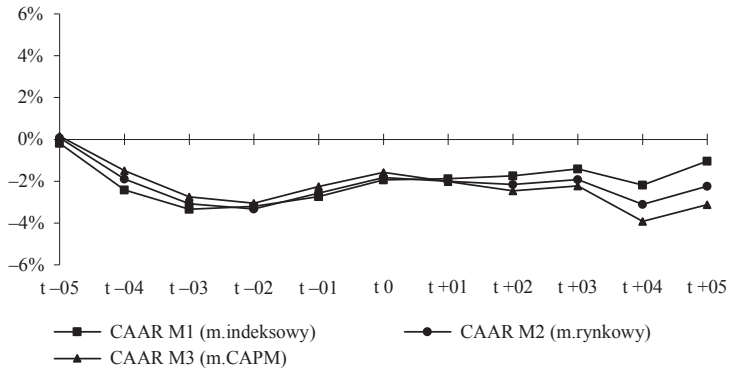
Reakcja na kontynuację polityki spadkowej dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – 11 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	-0,19	0,07	0,16	-0,19	0,07	0,16
t-04	-2,23 **	-1,97 *	-1,65	-2,42 *	-1,90	-1,50
t-03	-0,93	-1,18 *	-1,25 **	-3,35 **	-3,07 *	-2,75 *
t-02	0,15	-0,25	-0,31	-3,20 *	-3,33 *	-3,06 *
t-01	0,46	0,75	0,80	-2,74	-2,58	-2,26
t 0	0,81	0,75	0,68	-1,94	-1,83	-1,58
t+01	0,05	-0,18	-0,44	-1,88	-2,01	-2,02
t+02	0,14	-0,14	-0,45	-1,74	-2,15	-2,46
t+03	0,32	0,22	0,23	-1,42	-1,93	-2,23
t+04	-0,76	-1,18	-1,69 **	-2,18	-3,11	-3,92
t+05	1,14 **	0,87 *	0,80	-1,04	-2,24	-3,12

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 5. Reakcja na kontynuację polityki spadkowej dywidend – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 3.

Tabela 4

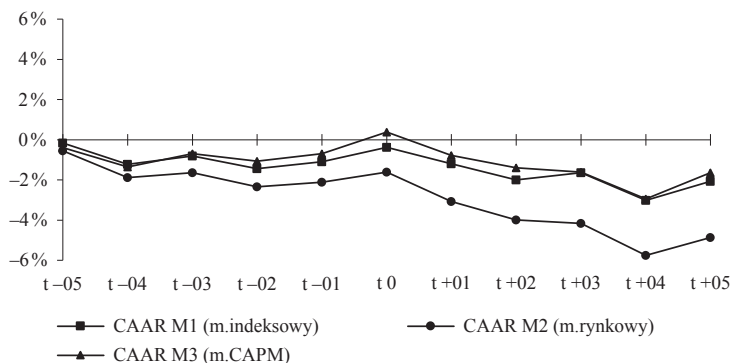
Reakcja na kontynuację polityki spadkowej stopy dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – 18 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t -05	-0,16	-0,55	-0,39	-0,16	-0,55	-0,39
t -04	-1,06	-1,33 *	-0,96	-1,22	-1,88 **	-1,35 *
t -03	0,41	0,24	0,67	-0,81	-1,64 *	-0,68
t -02	-0,63	-0,70	-0,38	-1,44	-2,34 *	-1,06
t -01	0,35	0,24	0,37	-1,09	-2,10	-0,69
t 0	0,72 *	0,50	1,08 ***	-0,37	-1,60	0,38
t +01	-0,83 *	-1,47 **	-1,16 *	-1,20	-3,07 *	-0,78
t +02	-0,80	-0,91	-0,62	-2,00	-3,98 **	-1,39
t +03	0,37	-0,18	-0,21	-1,63	-4,16 *	-1,61
t +04	-1,39 *	-1,59 **	-1,34 *	-3,02	-5,75 **	-2,94
t +05	0,95	0,89	1,31	-2,06	-4,87 **	-1,64

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 6. Reakcja na kontynuację polityki spadkowej stopy dywidend – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 7.

W przypadku kontynuacji spadku wartości dywidend reakcja (AAR i CAAR) jest silniejsza niż w przypadku wzrostu dywidend, choć nie w każdym przypadku jest ona istotna statystycznie. Dość często wyniki są istotne statystycznie dla okresu sprzed dnia zdarzenia (t_0) – co może oznaczać, że inwestorzy spodziewali się utrzymania przez spółki dotychczasowej polityki dywidendy.

W kolejnych czterech tabelach i sporządzonych na ich podstawie rysunkach przedstawiono reakcję inwestorów na zmiany polityki dywidend. W tabelach 5 i 6 oraz na rysunkach 7 i 8 przedstawiono nadwyżkowe stopy zwrotu w przypadku spadku wartości lub odpowiednio spadku stopy dywidendy następującym po dwóch kolejnych latach ich wzrostu.

Tabela 5

Reakcja na zmianę polityki wzrostowej dywidend na spadkową – wartości AAR i CAAR (%) – 50 przypadków

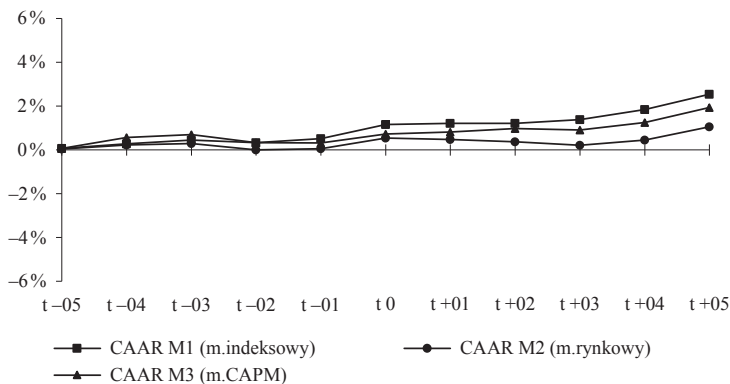
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	-0,15	-0,11	-0,20	-0,15	-0,11	-0,20
t-04	0,16	0,29	0,42	0,01	0,18	0,22
t-03	0,09	0,22	0,20	0,10	0,40	0,42
t-02	0,40	0,26	0,23	0,50	0,66	0,65
t-01	0,02	-0,23	-0,42	0,52	0,43	0,23
t0	-0,04	0,13	0,21	0,48	0,56	0,44
t+01	-0,09	-0,11	-0,28	0,39	0,45	0,16
t+02	-0,28	-0,28	-0,28	0,11	0,18	-0,12
t+03	0,51	0,36	0,17	0,63	0,53	0,05
t+04	-0,16	-0,14	-0,22	0,46	0,39	-0,17
t+05	0,43	0,38	0,20	0,90	0,77	0,03

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku spadku wartości dywidend odnotowano relatywnie bardzo słabą pozytywną reakcję – przy czym zarówno dla AAR jak i CAAR była ona nieistotna statystycznie. W przypadku obserwacji reakcji na spadek stopy dywidendy po okresie jej wzrostu, po dniu zdarzenia obserwujemy w większości przypadków relatywnie niewielkie ujemne nadwyżkowe stopy zwrotu, ale także nie są one istotne statystycznie.



Rysunek 7. Reakcja na zmianę polityki wzrostowej dywidend na spadkową – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 5.

Tabela 6

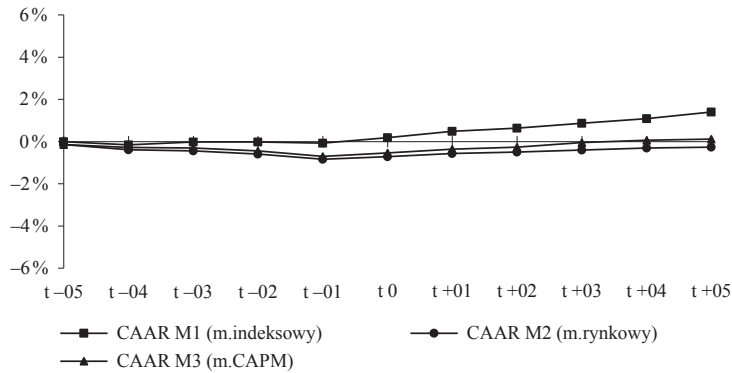
Reakcja na zmianę polityki wzrostowej stopy dywidend na spadkową – wartości AAR i CAAR (%) – 56 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	0,00	-0,14	-0,14	0,00	-0,14	-0,14
t-04	-0,15	-0,25	-0,14	-0,15	-0,39	-0,28
t-03	0,13	-0,05	-0,03	-0,02	-0,44	-0,30
t-02	0,01	-0,15	-0,14	-0,01	-0,59	-0,44
t-01	-0,06	-0,24	-0,26	-0,08	-0,84	-0,70
t 0	0,26	0,13	0,17	0,18	-0,71	-0,53
t +01	0,30	0,15	0,18	0,48	-0,56	-0,35
t +02	0,15	0,06	0,09	0,63	-0,50	-0,27
t +03	0,23	0,10	0,23	0,87	-0,40	-0,04
t +04	0,22	0,10	0,10	1,09	-0,30	0,06
t +05	0,31	0,04	0,05	1,40 *	-0,26	0,11

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 8. Reakcja na zmianę polityki wzrostowej stopy dywidend na spadkową – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 6.

W tabelach 7 i 8 oraz na odpowiadających im rysunkach 9 i 10 zamieszczono nadwyżkowe stopy zwrotu dla przypadków wzrostu dywidendy (odpowiednio stopy dywidendy) następującego po dwóch kolejnych latach ich spadku.

Tabela 7

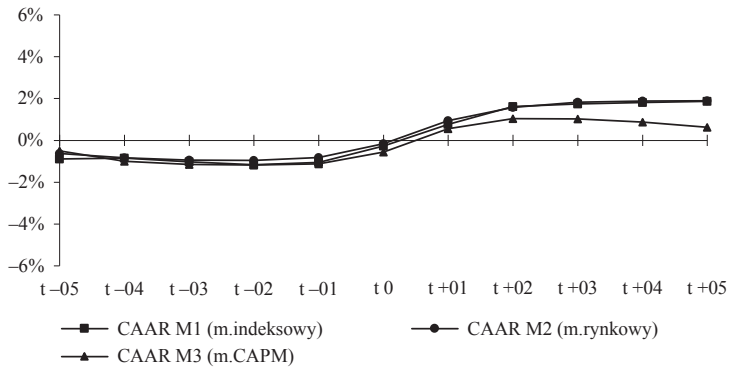
Reakcja na zmianę polityki spadkowej dywidend na wzrostową – wartości AAR i CAAR (%) – 20 przypadków

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t -05	-0,88 *	-0,63	-0,50	-0,88 *	-0,63	-0,50
t -04	0,03	-0,20	-0,50	-0,85	-0,83	-1,00
t -03	-0,18	-0,11	-0,14	-1,03 *	-0,94 *	-1,15 *
t -02	-0,14	-0,02	-0,03	-1,17 *	-0,96	-1,18
t -01	0,11	0,14	0,05	-1,06	-0,82	-1,13
t 0	0,79	0,66	0,57	-0,27	-0,16	-0,56
t +01	1,03	1,10	1,12	0,77	0,94	0,56
t +02	0,85	0,64	0,48	1,61	1,58	1,05
t +03	0,13	0,25	-0,02	1,74	1,83	1,03
t +04	0,07	0,05	-0,15	1,81	1,88	0,88
t +05	0,05	0,02	-0,25	1,86	1,90	0,63

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 9. Reakcja na zmianę polityki spadkowej dywidend na wzrostową – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 6.

Tabela 8

Reakcja na zmianę polityki spadkowej stopy dywidend na wzrostową – wartości AAR i CAAR (%) – 38 przypadków

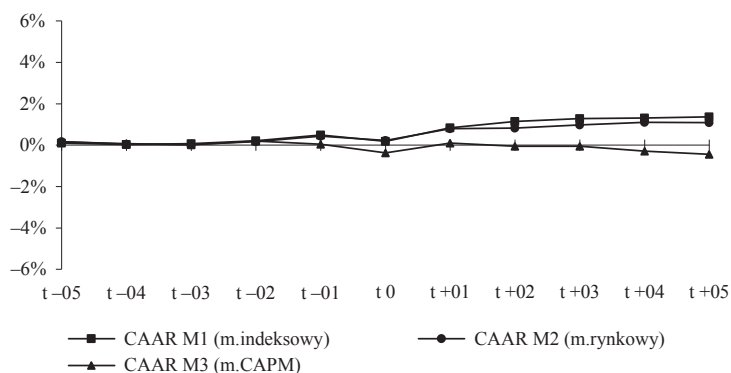
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	0,10	0,17	0,16	0,10	0,17	0,16
t-04	-0,07	-0,12	-0,09	0,03	0,05	0,07
t-03	0,04	-0,02	-0,06	0,07	0,03	0,01
t-02	0,14	0,14	0,18	0,21	0,17	0,20
t-01	0,28	0,27	-0,14	0,50	0,44	0,05
t0	-0,31	-0,21	-0,42	0,19	0,23	-0,37
t+01	0,65	0,57	0,47	0,84	0,80	0,10
t+02	0,30	0,02	-0,15	1,14	0,82	-0,05
t+03	0,14	0,15	0,00	1,28	0,98	-0,05
t+04	0,02	0,13	-0,24	1,31	1,10	-0,29
t+05	0,07	-0,01	-0,15	1,37	1,10	-0,43

M1 – model indeksowy; M2 – model rynkowy; M3 – model CAPM.

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

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku wzrostu wypłaty (stopy) dywidendy po okresie ich spadku, zaobserwowane nadwyżkowe stopy zwrotu po dniu zdarzenia, są zgodnie z oczekiwaniami dodatnie, ale nie są istotnie statystycznie (z wyjątkiem modelu M3 – gdzie nadwyżkowe stopy są ujemne).



Rysunek 10. Reakcja na zmianę polityki spadkowej stopy dywidendy na wzrostową – wartości CAAR (%)

Źródło: tabela 8.

Uwagi końcowe

Wyniki przeprowadzonych badań nie są jednoznaczne. Statystycznie istotne reakcje inwestorów odnotowano jedynie dla przypadków kontynuacji zmian wielkości (stopy) dywidendy w okresie rozpatrywanych 4 lat. Zgodnie z oczekiwaniami polityka stabilnego wzrostu wartości wypłacanych dywidend prowadziła do pozytywnej reakcji w postaci wzrostu skumulowanej stopy zwrotu w oknie zdarzenia. Natomiast w przypadku systematycznego spadku dywidend reakcja była negatywna i silniejsza niż w przypadku utrzymywania trendu wzrostowego dywidend.

Wyniki nadwyżkowych stóp zwrotu w przypadku zmiany polityki dywidend zaobserwowanej w ostatnim roku rozpatrywanego 4-letniego okresu nie były istotne statystycznie. W związku z tym, nie można zweryfikować postawionych hipotez o sile i kierunku reakcji inwestorów na zmianę polityki. Należy zwrócić uwagę, że liczebność przypadków w poszczególnych analizach nie była duża. Jest to związane z relatywnie rzadką skłonnością do wypłat dywidendy spółek notowanych na GPW, w stosunku do spółek w Europie Zachodniej (Czapiewski, Kubiak, 2016). Liczba stwierdzonych przypadków wypłacania dywidend przez 4 lata z rzędu, mogła mieć wpływ na brak istotności statystycznej zaobserwowanych wyników.

Literatura

- Aharony, J., Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stock-holders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35.
- Brickley, J. (1983). Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designed Dividend. *The Journal of Financial Economics*, 12.

- Brycz, B., Pauka, M. (2013). Dywidendy inicjalne jako sygnały o przyszłych wynikach na przykładzie spółek z GPW w Warszawie. *Zarządzanie i Finanse*, 2/4 (11).
- Czapiewski, L., Kubiak, J. (2016). Wyплаты dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1993–2014. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2).
- 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.
- 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).
- Pettit, R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 27.
- Pieloch-Babiarz, A. (2015). Dividend Initiation as a Signal of Subsequent Earnings Performance – Warsaw Trading Floor Evidence. *Research Papers of Wrocław University of Economics*, 381.
- Pieloch-Babiarz, A. (2016). Reakcja rynku kapitałowego na wypłatę dywidendy inicjalnej w świetle cateringowej teorii dywidendy. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 263.
- Sierpińska, M. (1999). *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Warszawa–Kaków: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- 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*, t. XLVI, 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.
- Wypych, M. (2016). Struktura akcjonariatu jako determinanta polityki dywidend – analiza na podstawie spółek giełdowych. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, 4 (50).

DIVIDEND POLICY AND ABNORMAL RATES OF RETURN OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract: *Purpose* – The main aim of this paper was present the results of empirical studies concerning the impact of continuation or changes in the dividend policy on the amount of abnormal returns of companies whose shares were listed on the Warsaw Stock Exchange between 1996 and 2014.

Design/methodology/approach – The article uses the methodology of event analysis with the accumulated surplus rate of return as a measure of investors' reaction to the change in the value of dividends. As a benchmark we used 3 models: the index, the market and the CAPM models.

Findings – The results are ambiguous, however, it is noted that the shares of companies which constantly increase the value of dividends, allow to obtain positive cumulative abnormal returns in the event window, whereas in the case of companies for which the dividend rate was constantly went down, a stronger negative reaction can be observed.

Originality/value – The research study includes data on all dividend payments of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 1996–2014.

Keywords: dividend policy, signalling theory, event study analysis

Cytowanie

- Czapiewski, L., Kubiak, J. (2017). Polityka dywidend a nadwyżkowe stopy zwrotu z inwestycji w spółki notowane na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 37–51. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-03.