

Reakcja inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie¹

Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest zbadanie wpływu zmian wartości wypłacanych dywidend na wielkość nadwyżkowych stóp zwrotu spółek o zróżnicowanej kapitalizacji, których akcje były notowane na GPW w Warszawie w latach 1996–2014.

Metodologia badania – Jako metodę badawczą wykorzystano najczęściej stosowaną w tego typu badaniach metodę analizy zdarzeń ze skumulowaną nadwyżkową stopą zwrotu CAAR jako miarą reakcji inwestorów na zmianę wartości wypłacanych dywidend. Jako benchmark wykorzystano trzy modele: indeksowy, rynkowy i CAPM.

Wynik – Przeprowadzone badania nie dają w pełni jednoznacznych wyników, jednak w przypadku spółek zwiększających wartość wypłacanych dywidend można zauważyć pozytywną reakcję w oknie zdarzenia.

Oryginalność/Wartość – Publikowane wyniki badań zawierają dane dotyczące wszystkich przypadków, w których można było stwierdzić zmianę wartości dywidend z roku na rok przez spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 1996–2014. Opracowanie stanowi uzupełnienie dotychczasowej wiedzy w tym obszarze i inspirowanie do dalszych badań.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, teoria sygnalizacji, analiza zdarzeń

Wprowadzenie

Podział zysku to jedna z ważniejszych decyzji finansowych w przedsiębiorstwie. W przypadku spółek publicznych przy podejmowaniu tej decyzji powinno brać się pod uwagę preferencje inwestorów odnośnie do wypłaty dywidendy i zysków kapitałowych. W literaturze można znaleźć wiele tez prezentujących stanowiska odpowiednio „prodywidendowe” i „antydywidendowe”. W artykule zbadane zostało podejście związane z teorią o zawartości informacyjnej dywidend, według której wartość dywidendy jest sygnałem dla inwestorów wskazującym na przewidywania menedżerów odnośnie do przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Dywidenda jest więc sygnałem określającym jakość przedsiębiorstwa.

* dr Leszek Czapiewski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, e-mail: leszek.czapiewski@ue.poznan.pl; dr hab. Jarosław Kubiak, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, e-mail: jaroslaw.kubiak@ue.poznan.pl

¹ Badania zostały sfinansowane ze środków projektu badawczego przyznanego przez Narodowe Centrum Nauki (2015/19/D/HS4/01950).

Celem artykułu jest zbadanie wpływu zmian wartości wypłacanych dywidend na wielkość ponadnormatywnych stóp zwrotu spółek o zróżnicowanej kapitalizacji, których akcje były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1996–2014.

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

1. Reakcja inwestorów na wypłatę dywidend w świetle teorii oraz wyniki dotychczasowych badań

Poglądy na temat reakcji cen akcji na zmianę polityki dywidendowej przedsiębiorstwa związane są ze sporem o wpływ dywidendy na wartość przedsiębiorstwa. Zwolennicy podejścia „prodywidendowego” utrzymują, że spółki wypłacające relatywnie wysokie dywidendy będą wykazywały się wyższą wartością rynkową od spółek o podobnym profilu działalności i charakteryzujących się niską stopą dywidendy. Najczęściej pozytywną reakcją rynku na decyzje o dzieleniu się zyskiem z akcjonariuszami tłumaczy się w kontekście teorii sygnalizacji.

Zgodnie z teorią o zawartości informacyjnej dywidend ich wysokość jest sygnałem dla inwestorów, który wskazuje na przewidywania menedżerów dotyczące przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Inicjacja wypłaty dywidend czy wzrost ich wartości jest pozytywnym sygnałem określającym jakość przedsiębiorstwa (Bhattacharya, 1979; Miller, Rock, 1985). Należy zauważyć, że inwestorzy reagują często nie na wysokość dywidendy, lecz na jej zmianę.

Dotychczasowe badania (Pettit, 1972; Aharony, 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.

Problem reakcji cen akcji na zmiany polityki dywidend był także badany w odniesieniu do spółek notowanych na GPW w Warszawie². Autorzy tych badań słusznie podkreślają, że ze względu na relatywnie krótką historię GPW w Warszawie, wschodzący charakter naszego rynku, a także relatywnie dużą niechęć do dzielenia się zyskami z inwestorami wyniki mogą odbiegać od uzyskiwanych dla rynków rozwiniętych.

Problematyką tą zajmowali się m.in. Tomasz Słoński i Bartosz Zawadzki. W artykule *Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie* (2012a) analizowali 263 obserwacje spółek, które w latach 2005–2009 zmieniły wielkość wypłacanej dywidendy. Autorzy nie stwierdzili zależności pomiędzy kierunkiem zmian w polityce dywidendy a średnimi zrynkowanymi stopami zwrotu. Sam fakt wypłacenia

² W artykule ze względu na jego przedmiot omówione zostaną badania dotyczące reakcji rynku na zmianę wielkości wypłacanych dywidend. Warto jednak wspomnieć, że były także prowadzone badania reakcji rynku na fakt inicjacji wypłaty dywidendy i jej kontynuowania (Brycz, Pauka, 2013; Pieloch-Babiarz, 2015).

dywidendy, niezależnie od jej wysokości lub kierunku zmian, powodował średni wzrost akcji ponad wartość oczekiwaną (choć statystycznie istotny wzrost odnotowano tylko w jednym przypadku). Ponadto badali reakcję cen akcji na zmianę wartości dywidend w grupach przedsiębiorstw tworzonych według kryterium ich kapitalizacji (małe, średnie, duże). Zauważyli, że powiązanie pomiędzy polityką dywidend a ponadprzeciętnymi stopami zwrotu jest bardzo słabe. Na poziomie istotności równym 10% istotne okazały się jedynie pozytywne zwykłe zwroty w dniu ogłoszenia podwyższenia dywidendy dla średnich i dużych spółek.

W drugim artykule, *The Impact of a Surprise Dividend Increase on a Stocks Performance. The Analysis of Companies Listed on The Warsaw Stock Exchange* (2012b), Słoński i Zawadzki zajęli się przede wszystkim problemem reakcji rynku na wystąpienie nieoczekiwanych dywidend³ (zidentyfikowali 21 takich przypadków). Badania dotyczyły okresu 2005–2010. Wystąpienie nieoczekiwanego przyrostu dywidendy wywoływało uzyskanie istotnych statystycznie, dodatnich nadwyżkowych stóp zwrotu. Ponadto autorzy badali także reakcję rynku na zmiany wielkość wypłacanej dywidendy uchwalanej na WZA na poziomie zgodnym z zapowiedzią zarządu spółek. Stwierdzili, że istotne statystycznie dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu wystąpiły jedynie w przypadku relatywnie wyższych przyrostów dywidend (wyższych od mediany wszystkich wzrostów).

Badania reakcji inwestorów na wypłatę dywidend zostały przeprowadzone przez Agnieszkę Perepeczo (2013). Próba badawcza obejmowała spółki, które w latach 1992–2011 wypłaciły przynajmniej jeden raz dywidendę. Użyto dwóch modeli stanowiących podstawę szacowania nadzwyczajnych stóp zwrotu. Badania, w których przypadku nadwyżkowe stopy zwrotu były istotne statystycznie (model skorygowany o średnią), oparto na 113 przypadkach i wykazały pozytywną relację pomiędzy wypłatą dywidendy a wartością akcji.

Z kolei Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk i Magdalena 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 ($t0$).

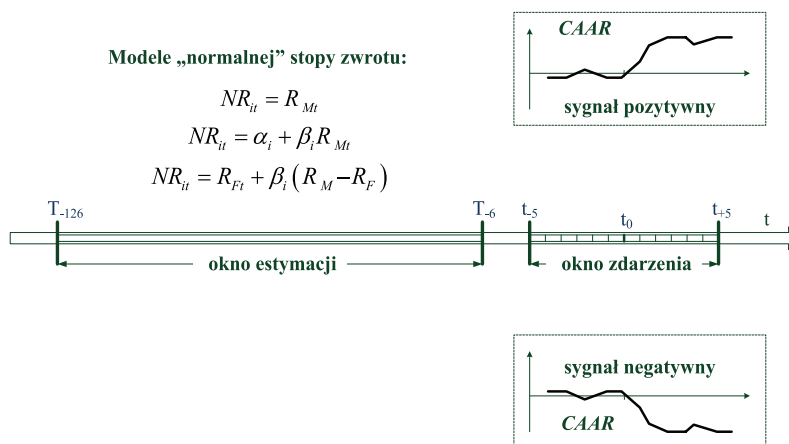
2. Opis próby badawczej i zastosowanej metody badań

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. Dane zostały zaczerpnięte z serwisu GPW Infostrefa, bazy Operacji na Papierach GPW oraz Roczników Gieldowych. Badania przeprowadzono na podstawie skorygowanych o operacje na papierach notowaniach spółek. Przeanalizowano wszystkie przypadki wypłat dywidend, które występowały rok po roku – czyli pozwalały na określenie

³ Za dywidendę nieoczekiwaną rozumiano taką, której wartość zatwierdzona przez WZA różniła się od zapowiedzi zarządu.

zmiany wartości wypłacanej dywidendy. Badania prowadzono odrębnie dla przypadków odpowiednio wzrostów i spadków wartości wypłacanych dywidend. Ponadto reakcję rynku na zmiany wartości dywidend przeanalizowano oddzielnie dla dużych i małych spółek. Kryterium kwalifikacyjnym była mediana kapitalizacji wszystkich spółek giełdowych (także tych niewypłacających dywidend) na koniec roku poprzedzającego WZA.

Metodą badawczą była analiza zdarzeń (rys. 1). 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: $\langle t-5; t+5 \rangle$.



Rysunek 1. Metoda analizy zdarzeń – wykorzystane parametry

Źródło: opracowanie własne.

Do ustalenia stóp odniesienia (tzw. teoretycznych stóp zwrotu – benchmarku) na potrzeby pomiaru reakcji inwestorów (AAR , $CAAR$) wykorzystano trzy modele: indeksowy, rynkowy i CAPM zgodnie z procedurą analizy zdarzeń zaprezentowaną w artykule *Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń* (Czapiewski, Jewartowski, 2012).

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 w badanym okresie dla całej populacji spółek. W tabeli zamieszczono także istotność wyników przy wykorzystaniu parametrycznego testu t -Studenta⁴.

⁴ Wykorzystano również jego nieparametryczny odpowiednik (test Wilcozona), który w znacznej liczbie przypadków był zbliżony do wskazań testu t -Studenta, jednak ze względu na ograniczenia redakcyjne został on pominięty w opracowaniu.

Tabela 1Reakcja na wzrost wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – wszystkie spółki (511)

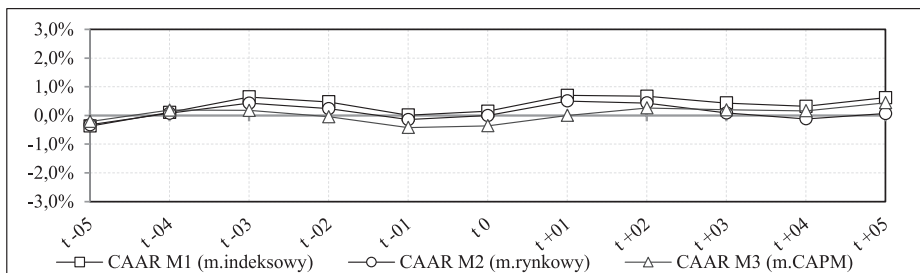
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	0,00	-0,08	-0,04	-0,37 ***	-0,33 ***	-0,21 **
t-04	0,21 **	0,16	0,20 *	0,10	0,08	0,18
t-03	0,18 *	0,06	0,07	0,64 ***	0,43 ***	0,17
t-02	-0,01	-0,13	-0,11	0,47 **	0,23	-0,05
t-01	0,08	-0,03	-0,05	0,01	-0,15	-0,42 *
t0	0,26 **	0,20 **	0,22 **	0,15	-0,01	-0,36
t+01	0,49 ***	0,44 ***	0,50 ***	0,70 ***	0,50 *	0,00
t+02	0,00	-0,06	0,02	0,67 **	0,43	0,26
t+03	0,08	-0,04	0,05	0,43	0,08	0,19
t+04	0,02	-0,02	0,02	0,32	-0,12	0,16
t+05	0,25 **	0,20 **	0,25 **	0,62 *	0,06	0,44

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, ale relatywnie słabą pozytywną reakcją rynku można zaobserwować dla wszystkich modeli benchmarkowych w dniu zdarzenia ($t0$), w dniu $t+1$ oraz $t+5$.

**Rysunek 2.** Reakcja na wzrost wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – wszystkie spółki (511)

Źródło: tabela 1.

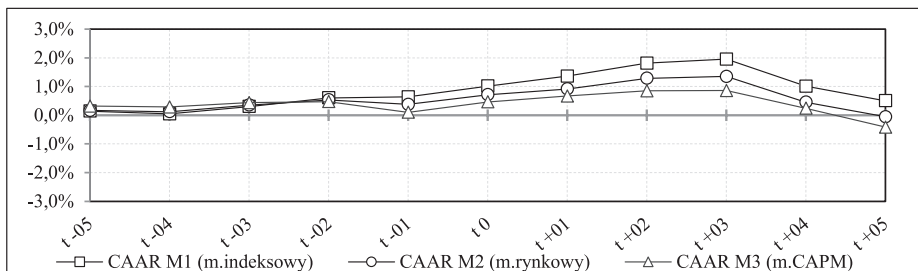
W tabeli 2 natomiast przedstawiono analogiczne ujęcie, ale obejmujące przypadki spadków wartości wypłacanych dywidend. Co ciekawe, w przypadku spadku wartości dywidend reakcja wyrażona zarówno stopami *AAR*, jak i *CAAR* jest silniejsza niż w przypadku wzrostu dywidend i istotna statystycznie dla skumulowanych stóp zwrotu w dniu zdarzenia oraz kolejnych trzech dni. Może to świadczyć o tym, że inwestorzy na GPW w Warszawie w obliczu relatywnie rzadko występujących przypadków wypłat dywidend pozytywnie reagują na sam fakt wypłaty dywidendy.

Tabela 2Reakcja na spadek wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – wszystkie spółki (271)

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	-0,08	-0,06	-0,11	0,14	0,16	0,32 **
t-04	-0,23	-0,21	-0,21	0,05	0,12	0,28
t-03	0,25 *	0,23 *	0,23	0,30	0,35	0,44 *
t-02	-0,02	-0,10	-0,12	0,60 **	0,53 **	0,47 *
t-01	0,14	0,05	-0,04	0,64 **	0,38	0,10
t0	0,35 **	0,36 **	0,38 **	1,01 ***	0,71 **	0,46
t+01	0,14	0,09	0,09	1,36 ***	0,91 **	0,67 *
t+02	0,29 **	0,25 *	0,14	1,81 ***	1,28 ***	0,85 **
t+03	0,10	0,03	0,00	1,95 ***	1,35 ***	0,86 **
t+04	-0,25 *	-0,32 **	-0,31 **	1,01 **	0,45	0,24
t+05	0,21	0,17	0,16	0,50	-0,06	-0,42

M1 – model indeksowy; *M2* – model rynkowy; *M3* – model CAPM.***/**/* – istotność wyników na poziomie $\alpha = 0,01/0,05/0,1$.

Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 3.** Reakcja na wzrost wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – wszystkie spółki (271)

Źródło: tabela 2.

W tabelach 3 i 4 zamieszczono nadwyżkowe stopy zwrotu odpowiednio dla przypadków wzrostów, a następnie spadków wartości wypłacanej dywidendy w spółkach dużych.

Tabela 3Reakcja na wzrost wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – spółki duże (365)

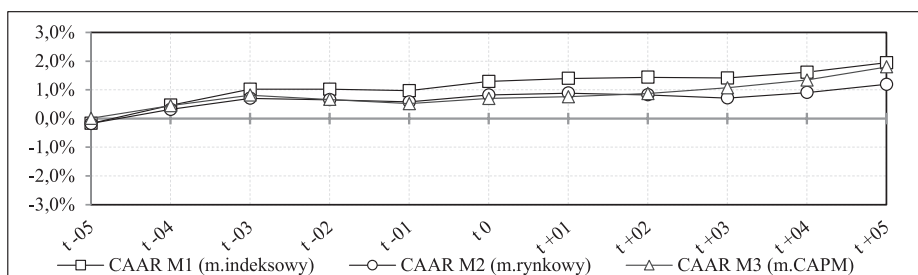
	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
1	2	3	4	5	6	7
t-05	0,04	-0,06	-0,03	-0,17 *	-0,17 *	0,00
t-04	0,05	0,00	0,01	0,46 ***	0,32 **	0,45 ***
t-03	0,16	0,09	0,12	1,02 ***	0,70 ***	0,81 ***
t-02	-0,07	-0,15	-0,14	1,02 ***	0,65 ***	0,66 ***

1	2	3	4	5	6	7
t-01	0,04	-0,05	-0,12	0,97 ***	0,58 **	0,52 **
t0	0,08	0,05	0,05	1,29 ***	0,82 ***	0,70 **
t+01	0,45 ***	0,41 ***	0,48 ***	1,39 ***	0,88 ***	0,76 **
t+02	0,09	0,04	0,13	1,44 ***	0,82 ***	0,87 ***
t+03	0,02	-0,09	0,01	1,41 ***	0,71 **	1,07 ***
t+04	-0,06	-0,09	-0,07	1,61 ***	0,90 **	1,34 ***
t+05	0,30 ***	0,24 **	0,29 ***	1,94 ***	1,19 ***	1,80 ***

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 wzrost wartości dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – spółki duże (365)

Źródło: tabela 3.

Tabela 4

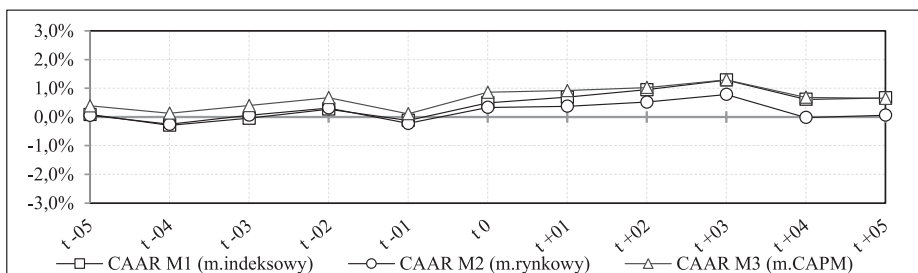
Reakcja na spadek wartości dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – spółki duże (196)

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	-0,23	-0,20	-0,20	0,09	0,05	0,39 **
t-04	-0,34 **	-0,31 **	-0,29 *	-0,29	-0,26	0,13
t-03	0,24	0,25 *	0,24	-0,05	0,06	0,40
t-02	0,12	0,02	0,02	0,27	0,31	0,67 **
t-01	0,01	-0,07	-0,17	-0,12	-0,22	0,11
t0	0,36 *	0,41 **	0,44 **	0,49	0,33	0,86 **
t+01	0,14	0,13	0,07	0,69 *	0,37	0,92 **
t+02	0,22	0,19	0,05	0,95 **	0,52	1,02 **
t+03	0,01	-0,04	-0,13	1,28 ***	0,78 *	1,30 ***
t+04	-0,18	-0,27 *	-0,29 *	0,61	-0,02	0,68
t+05	0,33 **	0,32 **	0,29 *	0,66	0,06	0,65

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 spadek wartości dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – spółki duże (196)
Źródło: tabela 4.

W przypadku spółek o dużej kapitalizacji istotne statystycznie wyniki (w przypadku zastosowania wszystkich trzech modeli) można zaobserwować w całym oknie zdarzenia dla skumulowanych ponadnormatywnych stóp zwrotu. Ponadnormatywny skumulowany wzrost nie przekraczał jednak w oknie zdarzenia 2%. Duże spółki na GPW w Warszawie są postrzegane jako spółki wypłacające dywidendy. Ich przyrost jest w pewnym zakresie oczekiwany przez inwestorów. W przypadku spadku wartości dywidend nadwyżkowe stopy zwrotu są zasadniczo dodatnie, ale niższe niż w sytuacji wzrostu wypłaty dywidend, przy czym w większości przypadków nie są istotne statystycznie.

W tabelach 5 i 6 zamieszczono nadwyżkowe stopy zwrotu odpowiednio dla przypadków wzrostów, a następnie spadków wartości wypłacanej dywidendy w małych spółkach.

Tabela 5

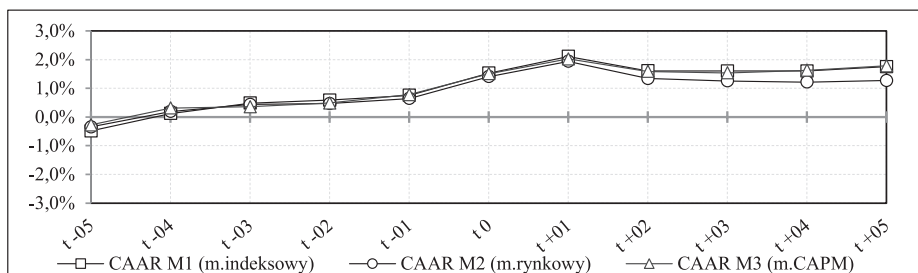
Reakcja na wzrost wartości dywidend – wartości AAR i CAAR (%) – spółki małe (146)

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	-0,10	-0,15	-0,07	-0,49 **	-0,35	-0,28
t-04	0,60 **	0,56 **	0,67 ***	0,12	0,19	0,31
t-03	0,23	0,01	-0,05	0,48	0,43	0,36
t-02	0,13	-0,08	-0,04	0,59	0,47	0,49
t-01	0,19	0,04	0,12	0,75	0,64	0,78
t0	0,68 ***	0,57 **	0,64 ***	1,53 ***	1,41 ***	1,51 ***
t+01	0,58 **	0,52 **	0,56 **	2,11 ***	1,94 ***	2,03 ***
t+02	-0,21	-0,31	-0,25	1,61 ***	1,34 **	1,59 **
t+03	0,23	0,11	0,17	1,60 **	1,25 *	1,54 **
t+04	0,20	0,18	0,23	1,60 **	1,21 *	1,63 **
t+05	0,14	0,09	0,16	1,75 **	1,27 *	1,78 **

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 wzrost wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – spółki małe (146)
Źródło: tabela 5.

Tabela 6

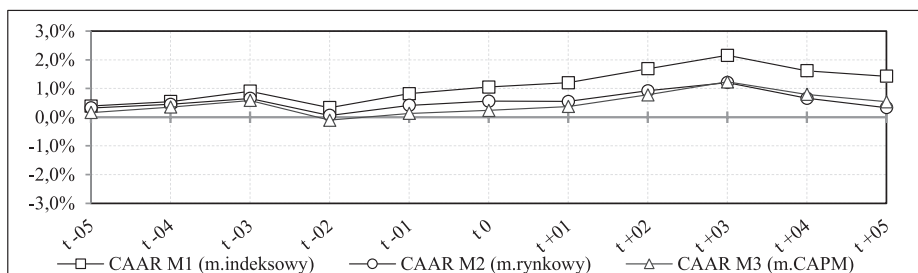
Reakcja na spadek wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – spółki małe (75)

	AAR M1	AAR M2	AAR M3	CAAR M1	CAAR M2	CAAR M3
t-05	0,31	0,30	0,12	0,39	0,32	0,16
t-04	0,04	0,06	0,02	0,54	0,45	0,35
t-03	0,29	0,16	0,21	0,90	0,65	0,58
t-02	-0,37	-0,41	-0,49	0,33	0,06	-0,11
t-01	0,50	0,35	0,30	0,82	0,41	0,13
t0	0,32	0,23	0,22	1,05	0,56	0,23
t+01	0,11	-0,01	0,13	1,20	0,55	0,37
t+02	0,49 *	0,39	0,38	1,69 **	0,92	0,78
t+03	0,35	0,22	0,33	2,15 **	1,21	1,23
t+04	-0,42	-0,44	-0,36	1,62	0,66	0,79
t+05	-0,09	-0,20	-0,17	1,43	0,33	0,53

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

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

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 7. Reakcja na spadek wartości dywidend – wartości *AAR* i *CAAR* (%) – spółki małe (75)
Źródło: tabela 6.

W przypadku spółek małych istotne statystycznie wyniki (przy zastosowaniu wszystkich trzech modeli) można zaobserwować w okresie od dnia zdarzenia do końca okna zdarzenia dla skumulowanych ponadnormatywnych stóp zwrotu. Ponadnormatywny skumulowany wzrost nie przekraczał jednak, podobnie jak w przypadku spółek dużych, w oknie zdarzenia 2%. W przypadku spadku wartości dywidend nadwyżkowe stopy zwrotu są zasadniczo dodatnie, ale niższe niż w spółkach dużych, przy czym w zdecydowanej większości przypadków nie są istotne statystycznie. Wielkość spółek w przeprowadzonym badaniu nie wpływała zatem na kierunek i siłę reakcji cen akcji.

Uwagi końcowe

Wyniki przeprowadzonych badań nie są jednoznaczne. Zgodnie z oczekiwaniami wzrost wartości wypłacanych dywidend prowadził do pozytywnej reakcji w postaci wzrostu skumulowanej stopy zwrotu w oknie zdarzenia (istotnej statystycznie od dnia $t0$ dla spółek dużych i małych). Za nieoczekiwaną można uznać sytuację, w której spadki wartości wypłacanych dywidend wiązały się z osiągnięciem dodatniej nadwyżkowej stopy zwrotu (jednak w wielu przypadkach nieistotnej statystycznie). A zatem sam fakt wypłacenia dywidendy – niezależnie od jej wysokości lub kierunku zmian – powodował wzrost ceny akcji ponad wartość benchmarku, co jest zbieżne z wynikami uzyskanymi przez Słońskiego i Zawadzkiego (2012a). Może to wynikać z faktu wstrzemięźliwości polskich spółek giełdowych w zakresie dywidend, co powoduje, że każda ich wypłata jest odbierana przez inwestorów pozytywnie.

Odmienność uzyskanych wyników w stosunku do rynków rozwiniętych oraz brak statystycznej istotności niektórych rozważanych przypadków *AAR* i *CAAR* może wynikać także z innych przyczyn, np. z determinującej zachowania inwestorów struktury własności spółek. Wpływ na wyniki może mieć również wybór miernika zmiany polityki dywidendy – w badaniu użyto wyłącznie zmian wartości dywidend, niezależnie od siły tych zmian oraz bez uwzględnienia nakładu inwestora na zakup akcji. Z pewnością potrzebne są zatem dalsze badania, w których zmiany w polityce dywidendy wyrażane będą np. za pomocą stopy dywidendy. Trzeba także mieć świadomość tego, że reakcję rynku na decyzję WZA mogą osłabiać zapowiedzi zarządu, który publikuje przed WZA projekt uchwały dotyczący wielkości dywidendy. Ponadto na reakcję inwestorów może wpływać stabilność polityki dywidendy. Inna reakcja będzie dotyczyć spółek wypłacających dywidendę co roku (przy czym takich przypadków na GPW w Warszawie jest relatywnie mało) inna spółek wypłacających dywidendy nieregularnie.

Literatura

Aharony, J., Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stock-holders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 1 (35), 1–12.

- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and „The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, 259–270.
- Brickley, J. (1983). Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designed Dividend. *The Journal of Financial Economics*, 12, 187–209.
- Brycz, B., Pauka, M. (2013). Dywidendy inicjalne jako sygnały o przyszłych wynikach na przykładzie spółek z GPW w Warszawie. *Zarządzanie i Finanse*, 11 (2/4), 19–29.
- Czapiewski, L., Jewartowski, T. (2012). Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń. *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Rynki finansowe. Studia Ekonomiczne*, 106, 273–286.
- 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. *Metody Ilościowe*, 7, 119–128.
- Healy P., Palepu, K. (1988). Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *The Journal of Financial Economics*, 21, 149–175.
- Michaely, R., Thaler, R., Womack, K. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*, 50, 573–608.
- Miller, M.H., Rock, K. (1985). The Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031–1051.
- Perepeczo, A. (2013). Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend – przegląd wyników badań. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 761. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 60, 251–261.
- Pettit, R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 27, 993–1007.
- 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, 299–313.
- Słoński, T., Zawadzki, B. (2012a). Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia*, 46 (1), 126–135.
- Słoński, T., Zawadzki, B. (2012b). The Impact of a Surprise Dividend Increase on a Stocks Performance. The Analysis of Companies Listed on The Warsaw Stock Exchange. *Operations Research and Decisions*, 2, 45–54.

INVESTORS' REACTION TO DIVIDEND ANNOUNCEMENT OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract: *Purpose* – The main aim of this paper is to present the results of empirical studies concerning the impact of changes in the value of dividends on the amount of abnormal returns of companies with different capitalization 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 increase the value of dividends, allow to obtain positive cumulative abnormal returns in the event window.

Originality/Value – The research study includes data on all dividend payments of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 1996–2014. The paper should inspire further study on dividend policy of Polish firms.

Keywords: dividend policy, signalling theory, event study analysis

Cytowanie

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), 47–57. DOI: 10.18276/frfu.2017.86-04.

