



Aleksandra Pieloch-Babiarz

Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
apieloch@uni.lodz.pl

REAKCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO NA WYPŁATĘ DYWIDENDY INICJALNEJ W ŚWIETLE CATERINGOWEJ TEORII DYWIDENDY

Streszczenie: Celem artykułu jest zaprezentowanie wyników badań empirycznych nad reakcją warszawskiego parkietu na ogłoszenie wypłaty dywidendy inicjalnej. W artykule postawiona została główna hipoteza badawcza stanowiąca, iż cateringowa teoria dywidendy znajduje potwierdzenie na GPW w Warszawie. Hipoteza ta została zoperacjonalizowana przy pomocy dwóch hipotez szczegółowych: 1) hipotezy HP1 stanowiącej, że w latach wysokiej premii dywidendowej relatywnie więcej spółek rozpoczyna wypłatę dywidendy, a wartość dywidendy inicjalnej jest wyższa niż w pozostałych latach oraz 2) hipotezy HP2 stwierdzającej, iż rynek kapitałowy wyżej wycenia spółki inicjujące dywidendę w latach tzw. dużego sentymentu inwestorów do spółek dywidendowych. Empiryczna weryfikacja hipotez badawczych przeprowadzona została z wykorzystaniem równoważonej premii dywidendowej, współczynników skłonności spółek do inicjowania wypłaty dywidendy, współczynników pomiaru wysokości dywidendy inicjalnej oraz modelu rynkowego. Wstępne badania empiryczne potwierdziły postawione hipotezy badawcze.

Słowa kluczowe: cateringowa teoria dywidendy, premia dywidendowa, reaktywność rynku kapitałowego.

Wprowadzenie

Podział zysku netto w spółce jest strategiczną decyzją umożliwiającą i warunkującą funkcjonowanie, rozwój i konkurencyjność przedsiębiorstw. Polityka dywidendy pozostaje jednakże problemem nie w pełni zbadanym i wyjaśnionym. Koncepcja *dividend puzzle*, tak szeroko dyskutowana w ramach neokla-

sycznych teorii finansów, bywa coraz częściej tłumaczona przez behawioralne finanse przedsiębiorstw, w tym cateringową teorię dywidendy.

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie wyników wstępnych badań empirycznych nad reakcją warszawskiego parkietu na ogłoszenie wypłaty dywidendy inicjalnej. Dla realizacji celu opracowania postawiona została główna hipoteza badawcza stanowiąca, iż cateringowa teoria dywidendy znajduje potwierdzenie na GPW w Warszawie. Hipoteza ta została zoperacjonalizowana przy pomocy dwóch hipotez szczegółowych:

- 1) hipotezy HP1 stanowiącej, że w latach wysokiej premii dywidendowej relatywnie więcej spółek rozpoczyna wypłatę dywidendy, a wartość dywidendy inicjalnej jest wyższa niż w pozostałych latach;
- 2) hipotezy HP2 stwierdzającej, iż rynek kapitałowy wyżej wycenia spółki inicjujące dywidendę w latach tzw. dużego sentymentu inwestorów do spółek dywidendowych.

Postawiony cel artykułu oraz przedstawione hipotezy badawcze zorientowane są w swej intencji na pełniejsze poznanie istoty cateringowej teorii dywidendy oraz zachowania inwestorów na rynku kapitałowym.

1. Neoklasyczne a behawioralne podejście do wypłaty dywidendy inicjalnej

W neoklasycznej teorii finansów dywidendę inicjalną rozumie się jako pierwszą wypłatę z zysku netto na rzecz akcjonariuszy. W przypadku spółek publicznych dywidenda inicjalna to taka dywidenda, która wypłacona została po pierwszej ofercie publicznej i nie była wypłacana przed wejściem spółki na giełdę. Za dywidendę inicjalną rozumie się także wypłatę dywidendy w przypadku, gdy od ostatniej wypłaty dywidendy minął określony czas¹.

W ramach finansów neoklasycznych wyróżnia się trzy zasadnicze podejścia do polityki wypłaty dywidendy. Są to:

- 1) podejście neutralne, którego przedstawicielami są Miller i Modigliani [1961]. W teorii nieistotności dywidend wykazali oni, że polityka dywidendy nie ma wpływu na wartość rynkową spółki, a dla inwestora obojętne jest, czy otrzyma on dochód w postaci dywidendy czy zysku kapitałowego. Według tej teorii na wartość rynkową spółki wpływają jedynie inwestycje realizowane w przedsiębiorstwie;

¹ Liczba lat, która minęła od ostatniej wypłaty dywidendy przez spółkę, pozwalająca traktować wypłatę dywidendy jako dywidendę inicjalną, nie została jednoznacznie określona. W neoklasycznej literaturze przedmiotu za dywidendę inicjalną przyjmuje się zwykle dywidendę, której wypłaty zostały wznowione po 10 latach bez wypłaty dywidendy [Asquith i Mullins, 1983; Healy i Palepu, 1988].

- 2) podejście prodywidendowe, którego reprezentantami są m.in. Gordon [1959] i Lintner [1962]. Tworząc teorię wróbla w garści autorzy ci wykazali, że wypłata dywidendy pozytywnie wpływa na wartość rynkową spółki, gdyż inwestorzy giełdowi preferują wypłatę dywidendy względem możliwości osiągnięcia niepewnych, potencjalnych zysków kapitałowych w przyszłości;
- 3) podejście antydywidendowe, którego przedstawiciele uważają, że wypłata dywidendy negatywnie wpływa na wartość rynkową spółki. Przyczyn takiego stanu upatrują w odmiennym opodatkowaniu dywidendy i zysków kapitałowych. W przypadku, gdy dywidenda opodatkowana jest wyższą stawką podatku dochodowego niż zyski kapitałowe, akcjonariusze preferują pozostawienie zysku netto w przedsiębiorstwie [Litzenberger i Ramaswamy, 1979].

Wśród neoklasycznych teorii wypłat dywidendy znalazły się również te uwzględniające teorię asymetrii informacji [Asquith i Mullins, 1983], teorię agencji [Easterbrook, 1984; Jensen, 1986], cykl życia przedsiębiorstwa [Mueller, 1972; Grullon i in., 2002] oraz efekt klienteli [Dhaliwal i in., 1999]. Reakcja rynku kapitałowego na zmianę polityki wypłat dywidendy związana jest również z teorią sygnalizacji. Aharony i Swary [1980] zaobserwowali wyraźny wzrost ceny rynkowej akcji po ogłoszeniu zapowiedzi o podwyższeniu wypłat dywidendy oraz spadek kursu giełdowego akcji tych spółek, które ogłosiły obniżenie wartości wypłacanych dywidend. Ich zdaniem taka reakcja rynku kapitałowego może potwierdzać hipotezę o zawartości informacyjnej dywidendy. Z kolei Asquith i Mullins [1983] skupili się na zmianie kursu rynkowego akcji tych spółek, które zdecydowały się wypłacić dywidendę inicjalną. Autorzy ci wykazali, że ogłoszenie rozpoczęcia wypłaty dywidendy skutkuje wzrostem kursu giełdowego akcji. W ich badaniach średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu kształtowała się w drugim dniu po ogłoszeniu wypłaty dywidendy inicjującej na poziomie 3,7%.

Healy i Palepu [1988] skupili się zarówno na zbadaniu reakcji inwestorów na informację o rozpoczęciu wypłaty dywidendy, jak również zaprzestaniu jej wypłat. W przypadku spółek wypłacających dywidendę po raz pierwszy zaobserwowali oni ponadprzeciętny wzrost kursu rynkowego ich akcji o ok. 4%. Natomiast w przypadku spółek, które przestały wypłacać dywidendę, ceny akcji spadły średnio o ok. 9,5%.

Podobne badania przeprowadzili również Michaely, Thaleri oraz Womack [1995]. Wykazali oni, że rynek pozytywnie reaguje na wypłatę dywidendy inicjalnej. Ponadprzeciętne stopy zwrotu wzrosły w trzydniowym symetrycznym oknie zdarzenia o 3,4%. Natomiast w przypadku zaprzestania wypłat dywidendy ponadprzeciętne stopy zwrotu zmalały w trzydniowym oknie okołogłoszeniowym o 7%.

Jin [2000] udowodnił natomiast, że w 35,2% badanych przypadków ogłoszenie dywidendy inicjalnej spotyka się z negatywną reakcją rynku kapitałowego. Mimo iż średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu wyniosła dla całej grupy badawczej 2,98%, to w przypadku przedsiębiorstw, w których zaobserwowano pozytywną reakcję rynku kapitałowego, stopa ta wyniosła 6,16%, a w przypadku spółek, dla których reakcja inwestorów była negatywna, wysokość ponadprzeciętnej stopy zwrotu wyniosła -2,88%.

Badania nad reakcją rynku kapitałowego na zmianę polityki dywidendy były przeprowadzane również na warszawskim parkiecie. Gurgul i Majdosz [2005] dowiedli, że inwestorzy pozytywnie reagują na zapowiedź wypłaty dywidendy. Dzień po ogłoszeniu komunikatu o planowanych wypłatach średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu wyniosła 0,79%. Podobną reakcję akcjonariuszy na zmiany polityki wypłat dywidendy wykazała Perepeczo [2013]. Skumulowana średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w symetrycznym jedenastodniowym oknie zdarzenia wyniosła 2,7%. Z kolei Czerwonka [2010] zbadał reakcję akcjonariuszy w dniu pierwszej informacji o wypłacie dywidendy inicjalnej oraz w dniu uchwały podjętej przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. W pierwszym przypadku ponadprzeciętna stopa zwrotu dla okresu (-15, +15) ukształtowała się na poziomie 2,6%. W drugim przypadku ponadprzeciętna stopa zwrotu dla okresu (-5, +5) wyniosła 1,4%.

Behawioralne finanse przedsiębiorstw definiują istotę dywidendy inicjalnej w sposób odmienny niż finanse neoklasyczne. Spółka inicjuje wypłatę dywidendy w przypadku, gdy dywidenda nie została wypłacona w roku poprzednim [Baker i Wurgler, 2004]. Decyzja o wypłacie dywidendy inicjalnej wydaje się zatem decyzją krótkoterminową, a samo rozpoczęcie wypłat nie oznacza, że spółka dążyć będzie do ich kontynuacji w latach kolejnych. Wypłata dywidendy inicjalnej jest reakcją spółki na potrzeby inwestorów giełdowych i powinna mieć miejsce w latach tzw. silnego sentymentu do dywidendy, czyli w okresie, w którym inwestorzy preferują posiadanie w swoim portfelu inwestycyjnym głównie akcji spółek dywidendowych. Taka istota dywidendy inicjalnej przedstawiona została w cateringowej teorii wypłat dywidendy², zakładającej irracjonalne zachowania inwestorów i racjonalne działania menedżerów [Baker i Wurgler, 2004]. Według tej teorii inwestorzy giełdowi podejmują decyzje inwestycyjne w oparciu o przynależność spółki do jednej z dwóch kategorii przedsiębiorstw (tj. spółek wypłacających dywidendy lub niewypłacających ich). Ich preferencje inwestycyjne

² Cateringowa teoria dywidendy jest jedną z behawioralnych teorii dywidendowych. Wśród nich znalazły się również te oparte na behawioralnym cyklu życia, samokontroli, teorii perspektywy czy behawioralnym sygnalizowaniu [Gajdka, 2013, s. 125-158].

odzwierciedlone zostają w kursie giełdowym akcji, a szczególnie silna pozytywna reakcja rynku kapitałowego powinna mieć miejsce w przypadku wypłaty dywidendy inicjalnej³. Baker i Wurgler twierdzą, iż w latach, w których popyt na spółki dywidendowe jest wysoki, efekt inicjacji wypłat dywidendy powinien być szczególnie pozytywny. Menedżerowie spółek giełdowych, analizując reakcje rynku kapitałowego, dostosowują politykę dywidendową do potrzeb inwestorów, wypłacając dywidendę, gdy rynek wysoko wycenia spółki dywidendowe.

2. Metodyka badań

Badania empiryczne przeprowadzone zostały na publicznych polskich spółkach z sektora przemysłu elektromaszynowego, które w latach 2001-2014 wypłaciły dywidendę inicjalną (łącznie 32 przypadki). Z uwagi na przyjętą metodykę badań obliczeń dokonano również dla 2000 r. Korzystano z danych pochodzących z „Roczników giełdowych”, „Biuletynów miesięcznych” oraz platformy GPWInfo-Strefa.

Empiryczna weryfikacja hipotez badawczych przeprowadzona została dwuetapowo. W pierwszej kolejności wyznaczono wysokość premii za dywidendę, definiując ją jako różnicę średnich arytmetycznych wartości współczynnika cena do wartości księgowej (p/BV) obliczonego dla spółek dywidendowych oraz spółek niewypłacających dywidendy. Wykorzystano formułę na równoważoną premię dywidendową [Gajdka, 2013, s. 152]:

$$EWp_t^{D-ND} = \frac{1}{NP_t} \sum_{i=1}^{NP_t} (EW \frac{p}{BV})_{i,t} - \frac{1}{NN_t} \sum_{n=1}^{NN_t} (EW \frac{p}{BV})_{n,t},$$

gdzie:

EWp_t^{D-ND} – równoważona premia za dywidendę na koniec roku t ,

$(EW \frac{p}{BV})_{i,t}$ – wartość współczynnika cena do wartości księgowej na koniec roku t
dla i -tej spółki wypłacającej dywidendę,

$(EW \frac{p}{BV})_{n,t}$ – wartość współczynnika cena do wartości księgowej na koniec roku t
dla n -tej spółki niewypłacającej dywidendy,

³ Teoria cateringowa została rozszerzona m.in. przez Li i Lie, którzy udowodnili, że średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji spółek zwiększających (zmniejszających) wartość wypłat dywidendowych są pozytywnie (negatywnie) skorelowane z premią dywidendową [Li i Lie, 2006, s. 295].

NP_t – liczba spółek wypłacających dywidendę w roku t ,

NN_t – liczba spółek niewypłacających dywidendy w roku t .

Następnie dokonano podziału okresu badawczego na lata relatywnie wysokiej i niskiej wyceny spółek dywidendowych, przyjmując wartość mediany jako referencyjny poziom premii za dywidendę. Za lata, w których inwestorzy giełdowi wykazywali sentyment do spółek dywidendowych uznano te, w których wartość premii dywidendowej była wyższa od mediany. W przeciwnym przypadku były to lata relatywnie niskiej wyceny spółek dywidendowych. Zakładając, iż spółki podejmują decyzje o wypłacie dywidendy na podstawie danych historycznych, przyjęto, że wysokość premii za dywidendę w danym roku wpływa na decyzję o jej wypłacie w roku następnym.

W celu empirycznej weryfikacji hipotezy badawczej HP1 obliczono wartości współczynników skłonności spółek do inicjowania wypłaty dywidendy oraz współczynników pomiaru wysokości dywidendy inicjalnej (zob. tabela 1), jak również wyznaczono ich podstawowe statystyki opisowe w podziale na lata relatywnie wysokiej i niskiej wyceny spółek dywidendowych.

Tabela 1. Współczynniki skłonności spółek do inicjowania wypłaty dywidendy oraz współczynniki pomiaru wysokości dywidendy inicjalnej

Wyszczególnienie	Formuła
Współczynniki skłonności spółek do inicjowania wypłaty dywidendy	
Współczynnik inicjacji wypłat dywidendy $Init_i$	$\frac{Nowi\ wypłacający_t}{Niewypłacający\ razem_{t-1} - Niewypłacający\ wykluczeni\ z\ obrotu_t}$
Współczynnik udziału spółek inicjujących wypłatę w ogóle spółek dywidendowych $InitPay_i$	$\frac{Nowi\ wypłacający_t}{Wypłacający\ razem_t}$
Współczynnik udziału spółek inicjujących wypłatę w sektorze $InitTotal_i$	$\frac{Nowi\ wypłacający_t}{Spółki\ w\ sektorze\ razem_t}$
Współczynniki pomiaru wysokości dywidendy inicjalnej	
Współczynnik dywidendy inicjalnej na akcję DPS_i	$\frac{Dywidenda\ inicjalna_t}{Liczba\ akcji\ w\ obrocie_t}$
Współczynnik stopy wypłat dywidendy inicjalnej DPR_i	$\frac{Dywidenda\ inicjalna\ na\ jedna\ akcję_t}{Zysk\ netto\ na\ akcję_{t-1}}$
Współczynnik stopy dywidendy inicjalnej DY_i	$\frac{Dywidenda\ inicjalna\ na\ jedna\ akcję_t}{Wartość\ rynkowa\ jednej\ akcji\ na\ koniec\ roku_t}$

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Baker i Wurgler [2004, s. 1133]; Jerzemowska [2004, s. 325].

W etapie drugim zbadano reakcję warszawskiego parkietu na informację o rozpoczęciu wypłat dywidendy. Za dzień zdarzenia przyjęto dzień walnego zgroma-

dzenia akcjonariuszy⁴. Okres obserwacji ustalono na 41 sesji giełdowych i przyjęto symetryczne okno zdarzenia. Okres estymacji wybrano bezpośrednio przed okresem zdarzenia. Okno estymacji objęło 130 sesji giełdowych⁵. Do weryfikacji hipotezy HP2 posłużył model rynkowy zakładający, że stopy zwrotu z akcji j generowane są w procesie, który można opisać następującym równaniem [Szyszka, 2001]:

$$\tilde{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt} + \tilde{u}_{jt},$$

gdzie:

\tilde{u}_{jt} – nieskorelowany element resztowy o wartości oczekiwanej równej zero,

α_j, β_j – parametry strukturalne modelu,

\tilde{R}_{jt} – stopa zwrotu z akcji j w dniu t przyjętego okresu estymacji,

\tilde{R}_{mt} – stopa zwrotu z indeksu WIG w dniu t przyjętego okresu estymacji.

Ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji spółek rozpoczynających wypłatę dywidendy obliczone zostały z wykorzystaniem formuły [Szyszka, 2001]:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E[R_{jt}],$$

$$E[R_{jt}] = (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}),$$

gdzie:

AR_{jt} – ponadprzeciętna stopa zwrotu z akcji j w dniu t ,

R_{jt} – stopa zwrotu z akcji j w dniu t ,

$E[R_{jt}]$ – wartość oczekiwana,

$\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$ – oszacowane parametry modelu,

R_{mt} – stopa zwrotu z indeksu WIG w dniu t .

Do oceny reakcji rynku kapitałowego na informację o wypłacie dywidendy inicjalnej wykorzystano również skumulowaną ponadprzeciętną stopę zwrotu wyrażoną wzorem [Szyszka, 2001]:

⁴ Wybór dnia zdarzenia (t_0) podyktowany został tym, iż w dniu walnego zgromadzenia akcjonariuszy zostaje przekazana oficjalna informacja o wypłacie dywidendy inicjalnej mogąca mieć wpływ na kształtowanie się kursu rynkowego akcji. Dodać należy, iż nieoficjalne informacje mogą docierać do akcjonariuszy wcześniej.

⁵ Długość okna zdarzenia (20 dni przed i 20 dni po dniu zdarzenia) wybrana została w taki sposób, by zbadać reakcję rynku kapitałowego na oficjalną informację o wypłacie dywidendy inicjalnej (przez okres 4 tygodni po zdarzeniu) oraz uwzględnić w badaniu wpływ informacji nieoficjalnych, które otrzymują inwestorzy w ciągu 4 tygodni przed zdarzeniem, na kurs rynkowy akcji. Okres estymacji wybrano natomiast w taki sposób, by obejmował ok. sześciu miesięcy kalendarzowych.

$$CAR_t = \sum_{t=1}^T AR_t,$$

$$\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{jt} = AR_t,$$

gdzie:

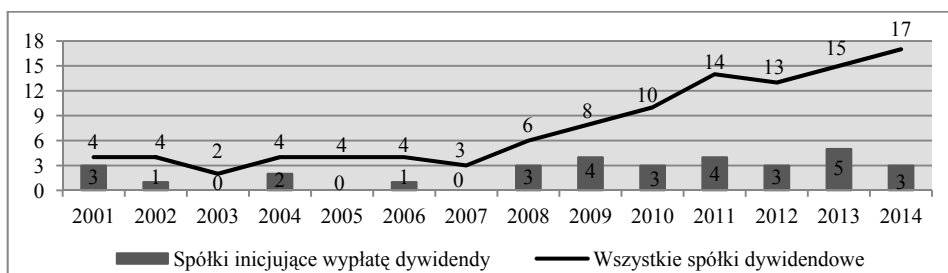
CAR_t – skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu t ,

AR_t – średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu t ,

N – liczba obserwacji.

3. Wyniki badań empirycznych nad reakcją inwestorów na ogłoszenie wypłaty dywidendy inicjalnej

Analiza dywidendowych spółek z przemysłu elektromaszynowego wykazała, iż od 2008 r. (z wyjątkiem 2012 r.) obserwuje się wzrost skłonności tych spółek do wypłaty dywidendy. W 2007 r. dywidendę wypłaciły jedynie 3 spółki (co stanowiło 14% wszystkich spółek badanego sektora), podczas gdy w 2014 r. było to już 17 spółek (59% populacji). W grupie spółek dywidendowych w większości lat okresu badawczego dominowały te, które zdecydowały się na kontynuowanie wypłat. Jedynie w 2001 r. więcej spółek zainicjowało wypłatę dywidendy, niż ją kontynuowało. Były to trzy spółki z czterech. W latach 2004, 2008 i 2009 spółki inicjujące wypłatę dywidendy miały taki sam udział w ogóle spółek dywidendowych, co spółki regularnie wypłacające dywidendę (po 50%). Z kolei w 2013 r. co trzecia spółka dokonująca wypłat na rzecz akcjonariuszy inicjowała wypłatę dywidendy. W roku tym zaobserwowano również największą liczbę spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego, które zainicjowały wypłatę dywidendy (5 przypadków) (zob. rys. 1).



Rys. 1. Liczba spółek inicjujących wypłatę dywidendy na tle dywidendowych spółek z przemysłu elektromaszynowego w latach 2001-2014

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Równoważona premia za dywidendę była dodatnia w większości lat przyjętego okresu badawczego, co oznacza, że rynek kapitałowy zwykle wyżej wycenił spółki dywidendowe niż te, które dywidendy nie wypłaciły. Najwyższą premię za dywidendę zaobserwowano w 2007 r. (wyniosła ona 1,68), a najniższą wartość premii dywidendowej wystąpiła w 2013 r. (-1,69). Mediana premii za dywidendę wyniosła 0,40 (zob. tabela 2).

Tabela 2. Wysokość premii za dywidendę w latach 2000-2014 i wartość jej mediany

Lata	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Me
EWp_t^{D-ND}	-0,18	-0,22	0,25	0,86	1,03	0,66	0,25	1,68	-0,17	0,43	0,98	0,40	0,46	-1,69	-0,34	0,40

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Wyższą od mediany wartość premii za dywidendę zaobserwowano w latach: 2003-2005, 2007 oraz 2009-2012. Zgodnie z podejściem cateringowym decyzje o wypłacie dywidendy powinny zatem zapadać częściej w latach: 2004-2006, 2008 oraz 2010-2013.

Analiza wstępnych wyników badań nad liczbą spółek inicjujących wypłatę dywidendy wykazała, iż w latach relatywnie wysokiej premii dywidendowej więcej spółek zdecydowało się na rozpoczęcie wypłaty dywidendy. W latach, gdy wartość premii była wyższa od mediany, 21 spółek wypłaciło dywidendę inicjującą (średniorocznie było to 2,65 spółki), a w pozostałych latach 11 przedsiębiorstw (średniorocznie było to 1,83 podmiotu). Również wartości podstawowych statystyk opisowych współczynników skłonności spółek do inicjowania wypłaty dywidendy potwierdzają, iż więcej spółek decyduje się na rozpoczęcie wypłat dywidendy w latach, gdy sentyment inwestorów do spółek dywidendowych jest duży. W latach relatywnie wysokiej premii dywidendowej wypłatę dywidendy inicjowało średniorocznie 17,59% spółek, które w roku poprzednim nie wypłacały dywidendy, podczas gdy w latach względnie niskiej premii za dywidendę średnia wartość współczynnika $Init_t$ była niższa i wyniosła 11,5%. Również średnie wartości współczynników $InitPay_t$ i $InitTotal_t$ były wyższe w latach wysokiej wyceny spółek dywidendowych przez rynek kapitałowy. Podobne wnioski należy wysnuć, analizując wartości mediany tych współczynników. W latach relatywnie wysokiej premii za dywidendę wartość współczynnika $Init_t$ była w co drugiej spółce wyższa niż 16,23%, w przypadku współczynnika $InitPay_t$ mediana wyniosła 29,29%, a dla współczynnika $InitTotal_t$ ukształtowała się na poziomie 11,81%. Z kolei wartości mediany obliczane dla tych współczynników w okresach niskiej wyceny rynkowej spółek wypłacających dywidendę były relatywnie niższe i wyniosły odpowiednio 12,67%, 21,32% oraz 7,8%. Ponadto mniejsze zróżnicowanie badanej cechy za-

obserwowano w latach, w których inwestorzy wykazywali duży sentyment do spółek dywidendowych (rozstęp kwartylny wyniósł w tym przypadku odpowiednio 8,62%, 12,98% i 4%, podczas gdy w pozostałych latach ukształtował się odpowiednio na poziomie 18,56%, 39,34% oraz 11,98%) (zob. tabela 3).

Tabela 3. Statystyki opisowe dla współczynników skłonności spółek do inicjowania wypłaty dywidendy w latach relatywnie wysokiej i niskiej wyceny spółek dywidendowych (w %)

Liczba wypłat	Statystyki opisowe	Współczynnik inicjacji wypłat dywidendy $Init_i$	Współczynnik udziału spółek inicjujących wypłatę w ogóle spółek dywidendowych $InitPay_i$	Współczynnik udziału spółek inicjujących wypłatę w sektorze $InitTotal_i$
Lata relatywnie wysokiej premii za dywidendę				
21	Średnia arytm.	17,59	30,00	10,80
	Mediana	16,23	29,29	11,81
	Kwartyl 1	13,81	24,52	9,70
	Kwartyl 3	22,44	37,50	13,70
	Rozstęp kwart.	8,62	12,98	4,00
	Odchylenie st.	10,47	14,94	5,01
Lata relatywnie niskiej premii za dywidendę				
11	Średnia arytm.	11,50	27,94	7,61
	Mediana	12,67	21,32	7,80
	Kwartyl 1	1,92	4,41	1,32
	Kwartyl 3	20,48	43,75	13,30
	Rozstęp kwart.	18,56	39,34	11,98
	Odchylenie st.	9,40	27,01	6,33

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Analiza współczynników pomiaru wysokości wypłacanej dywidendy może wskazywać na wypłatę wyższych dywidend w latach relatywnie niskiej premii dywidendowej. Mimo iż średnie wartości współczynnika dywidendy inicjalnej na akcję i współczynnika stopy wypłat dywidendy inicjalnej są wyższe w latach wysokiej premii dywidendowej, co w głównej mierze wynika z włączenia do próby badawczej obserwacji odstających, wartość mediany dla wszystkich trzech współczynników jest wyższa w latach, w których rynek kapitałowy niżej wycenił spółki dywidendowe. W okresach relatywnie wysokiej premii za dywidendę mediana dla DPS_i wyniosła 0,52, w przypadku DPR_i ukształtowała się na poziomie 0,61, a dla DY_i osiągnęła poziom 3,40. Ponadto mniejsze zróżnicowanie badanej cechy zaobserwowano w latach niskiego sentymentu inwestorów do akcji spółek wypłacających dywidendę (zob. tabela 4). Można zatem przypuszczać, iż – zgodnie z teorią cateringową – w latach relatywnie wysokiej premii dywidend-

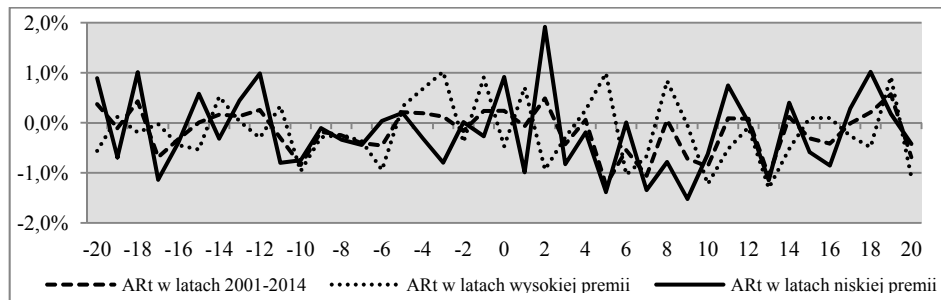
dowej dla akcjonariuszy ważny jest sam fakt wypłaty dywidendy, a nie jej wysokość. Inaczej jest natomiast w latach niskiej premii dywidendowej. Wydaje się, że wtedy wartość wypłaconej dywidendy może mieć wpływ na zachowania inwestorów giełdowych, jak i kształtowanie się wartości rynkowej akcji.

Tabela 4. Statystyki opisowe dla współczynników pomiaru wysokości dywidendy inicjalnej w latach relatywnie wysokiej i niskiej wyceny spółek dywidendowych

Liczba wypłat	Statystyki opisowe	Współczynnik dywidendy inicjalnej na akcję DPS_i (w zł)	Współczynnik stopy wypłat dywidendy inicjalnej DPR_i	Współczynnik stopy dywidendy inicjalnej DY_i
Lata relatywnie wysokiej premii za dywidendę				
21	Średnia arytm.	1,22	0,80	4,60
	Mediana	0,28	0,51	2,60
	Kwartyl 1	0,12	0,34	1,73
	Kwartyl 3	1,81	0,92	4,45
	Rozstęp kwart.	1,69	0,57	2,73
	Odchylenie st.	1,77	0,97	5,41
Lata relatywnie niskiej premii za dywidendę				
11	Średnia arytm.	0,75	0,71	7,12
	Mediana	0,52	0,61	3,40
	Kwartyl 1	0,28	0,55	1,05
	Kwartyl 3	0,85	0,79	9,85
	Rozstęp kwart.	0,57	0,25	8,80
	Odchylenie st.	0,66	0,36	8,14

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Ogłoszenie przez spółki z sektora przemysłu elektromaszynowego wypłaty dywidendy inicjalnej spotkało się z pozytywną reakcją rynku kapitałowego. Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu z akcji wszystkich spółek z tego sektora była w dniu zdarzenia dodatnia i wyniosła 0,24%. Najwyższą wartość AR_0 zaobserwowano w dniu ogłoszenia rozpoczęcia wypłaty dywidendy w latach relatywnie niskiej premii dywidendowej (0,91%), a najniższą w przypadku tych lat, w których rynek kapitałowy wyżej wyceniał spółki dywidendowe. Wyniosła ona -0,47% (zob. rys. 2).



Rys. 2. Średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek wypłacających dywidendę inicjalną w latach 2001-2014 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 3].

W związku z tym, iż informacje o wypłacie dywidendy pojawiają się często przed oficjalnym ogłoszeniem decyzji podjętej przez akcjonariuszy, reakcja inwestorów ma zwykle miejsce przed dniem walnego zgromadzenia. Analiza skumulowanych średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji spółek wykazała, iż w całej próbie badawczej stopy te były najwyższe w ośmiodniowym okresie okołogłoszeniowym. W latach 2001-2014 $CAR_{(-5,+2)}$ wyniósł 1,26%, w okresach wysokiej premii ukształtował się na poziomie 1,84%, a w latach niskiej premii dywidendowej wyniósł 0,68%.

Najwyższą wartość CAR zaobserwowano w przypadku lat wysokiej premii dywidendowej w przedziale czasowym (-5; +5). Wyniosła ona 2,79%, podczas gdy w latach niskiej premii była ujemna i wyniosła -1,73% (zob. tabela 5).

Tabela 5. Skumulowane średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych (w %)

Wyszczególnienie	Średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu w latach:		
	2001-2014	wysokiej premii	niskiej premii
$CAR_{(-1,+1)}$	0,41	1,14	-0,34
$CAR_{(3,+3)}$	0,43	0,55	-0,04
$CAR_{(-5,+5)}$	-0,36	2,79	-1,73
$CAR_{(-5,+2)}$	1,26	1,84	0,68
$CAR_{(2,+5)}$	-0,88	0,77	-0,82
$CAR_{(-7,0)}$	2,90	0,76	-0,65
$CAR_{(0,+7)}$	-2,56	-1,45	-1,90
$CAR_{(-20,+20)}$	-7,12	-11,44	-7,40

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 3].

Dodać należy, iż w większości analizowanych przedziałów czasowych średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu była wyższa dla lat wysokiej premii dywidendowej, co świadczy o tym, iż w okresie okołogłoszeniowym rynek kapita-

łowy wyżej wyceniał akcje spółek dywidendowych w latach charakteryzujących się wysokim sentymentem inwestorów do wypłat dywidendy (zob. tabela 5).

Podsumowanie

Wyniki badań empirycznych przeprowadzonych na spółkach z sektora przemysłu elektromaszynowego wskazują, iż cateringowa teoria dywidendy znalazła potwierdzenie na GPW w Warszawie. W latach wysokiej premii dywidendowej relatywnie więcej spółek inicjowało wypłatę dywidendy. Badania wskazały, iż wartość dywidendy inicjalnej jest wyższa w okresie, w którym rynek kapitałowy wyżej wycenia spółki dywidendowe. Można zatem stwierdzić, iż hipoteza HP1 została zweryfikowana pozytywnie. Inwestorzy warszawskiego parkietu wyżej wyceniali spółki inicjujące dywidendę w latach wysokiej premii dywidendowej, co oznacza, że hipoteza HP2 została zweryfikowana pozytywnie.

Przedstawione w opracowaniu badania mają charakter wstępny, a wypro- wadzonych z nich wniosków nie należy jeszcze uogólniać. Za wskazane uznać należy kontynuację i rozszerzenie badań z uwzględnieniem także innych metod i technik badawczych.

Literatura

- Aharony J., Swary I. (1980), *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*, „The Journal of Finance”, Vol. 35, No. 1.
- Asquith P., Mullins D.W. (1983), *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth*, „The Journal of Finance”, Vol. 56, No. 1.
- Baker M., Wurgler J. (2004), *A Catering Theory of Dividend*, „The Journal of Finance”, No. 59.
- Czerwotka L. (2010), *Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki* [w:] E. Urbańczyk (red.), *Uwarunkowania wzrostu wartości przedsiębiorstw w warunkach konkurencji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 634.
- Dhaliwal D.S., Erickson M., Trezevant R. (1999), *A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies*, „National Tax Journal”, Vol. 52, No. 2.
- Easterbrook F.H. (1984), *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, „American Economic Review”, Vol. 74, No. 4.
- Gajdka J. (2013), *Behawioralne finanse przedsiębiorstw*, UŁ, Łódź.
- Gordon, M.J. (1959), *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics”, Vol. 41, No. 2.

- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. (2002), *Dividend Changes as a Sign of Firm Maturity?*, „Journal of Business”, Vol. 75, No. 3.
- Gurgul H., Majdosz P. (2005), *Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market*, „Badania Operacyjne i Decyzji”, nr 1.
- Healy P.M., Palepu K.G. (1988), *Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 21, Iss. 2.
- Jerzemowska M. (2004), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Jin Z. (2000), *On the Differential Market Reaction to Dividend Initiations*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, No. 20.
- Li W., Lie E. (2006), *Dividend Changes and Catering Incentives*, „Journal of Financial Economics”, No. 80.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „The American Economic Review”, Vol. 46, No. 2.
- Litzenberger R.H., Ramaswamy K. (1979), *The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 7, No. 2.
- Michaely R., Thaleri R.H., Womack K.L. (1995), *Price Reaction to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?*, „The Journal of Finance”, Vol. 50, No. 2.
- Miller M.H., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business”, Vol. 34, No. 4.
- Mueller D.C. (1972), *A Life Cycle Theory of the Firm*, „Journal of Industrial Economics”, Vol. 20, No. 3.
- Perepeczo A. (2013), *Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend – przegląd wyników badań* [w:] D. Zarzecki (red.), *Wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością, zarządzanie ryzykiem*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 761, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 60.
- Szyska A. (2001), *Reakcja inwestorów na ogłoszenia raportów kwartalnych spółek notowanych na GPW w Warszawie* [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, AE w Poznaniu, Poznań.
- [www 1] http://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 15.04.2015).
- [www 2] http://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=11 (dostęp: 15.04.2015).
- [www 3] <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1> (dostęp: 15.04.2015).

CAPITAL MARKET REACTION TO THE DIVIDEND INITIATION IN THE BACKGROUND OF CATERING THEORY OF DIVIDENDS

Summary: The aim of this paper is to present the results of empirical research on the reaction to the announcement of initial dividend. The main research hypothesis states that catering theory of dividends is confirmed on the Warsaw Stock Exchange. This hypothesis is operationalized by two auxiliary hypotheses: 1) hypothesis HP1 stipulating

that in the years of high dividend premium relatively more companies initiate dividends and the amount of initial dividend is higher than in the other years, and 2) hypothesis HP2 stating that the capital market is valuating higher those companies that are initiating dividend payments in the years of strong sentiment for dividend payers. Empirical verification of research hypothesis was carried out using dividend premium, indicators of companies' propensity to initiate dividend, measures of initial dividend level and market model. Preliminary empirical studies partly confirmed formulated hypotheses.

Keywords: catering theory of dividends, dividend premium, reactivity of capital market.