

Tomasz Słoński, Bartosz Zawadzki

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, 125-135

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

TOMASZ SŁOŃSKI, BARTOSZ ZAWADZKI

*Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej
dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie*

Investors' reaction to the change in dividend payout for companies listed on WSE

Wprowadzenie

Decyzja o transferze środków pieniężnych dla właścicieli jest jedną z najważniejszych decyzji finansowych podejmowanych w przedsiębiorstwie. Regulacje prawne zmierzają do wyrównania szans akcjonariuszy większościowych i mniejszościowych w tym zakresie. Spółki giełdowe mają możliwość transferu środków pieniężnych dla wszystkich grup akcjonariuszy na wiele sposobów. Do najpopularniejszych mechanizmów transferu należy wypłata dywidendy oraz skup własnych akcji. Pomimo wzrastającej popularności skupów własnych akcji to właśnie na dywidendach skupia się uwaga inwestorów oraz mediów. Jednym z ważnych powodów występowania takiej sytuacji jest odmienna siła sygnału, jakim jest ogłoszenie zamiaru wypłaty dywidendy w porównaniu ze skupem akcji (ogłoszenie wypłaty dywidendy daje nieporównywalnie silniejszy sygnał inwestorom). Podjęcie przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (WZA) uchwały o wypłacie dywidendy daje posiadaczom akcji prawo do jej uzyskania, a niewypłacenie deklarowanej wielkości dywidendy w oznaczonym terminie pozwala akcjonariuszom na naliczenie odsetek karnych. W ostatnich latach większość skupów akcji przeprowadzanych na GPW w Warszawie odbywała się na zasadach skupów na wolnym rynku. Analiza praktyk rynkowych spółek wskazuje, że

termin oraz kwota przeznaczona na skup akcji może znacząco różnić się od wielkości deklarowanej w treści ogłoszenia o skupie akcji¹.

W artykule przedmiotem analizy są reakcje inwestorów na wieść o ogłoszeniu kolejnej wypłaty dywidendy (porównanie jej wielkości z rokiem poprzednim). Przede wszystkim przetestowano hipotezę o realizacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji w kontekście różnych wariantów definiowania oczekiwań co do tzw. stałej wielkości dywidendy. Należy nadmienić, że przedstawiona w artykule metodologia analizy zdarzeń jest wykorzystywana również do testowania efektywności rynku kapitałowego.

1. Polityka dywidendy w teorii zarządzania finansami przedsiębiorstwa

Początkowe badania teoretyczne nad powiązaniem dywidend z wartością spółki nie wykazały bezpośrednich relacji pomiędzy tymi parametrami. Brak powiązań wynikał z przesłanek teoretycznych (wnioski z rozważań F. Modiglianiego i M. Millera mówiły o nieistotnym wpływie dywidend na wartość akcji) lub braku możliwości jednoznacznego odczytania sygnału przez inwestorów. Bezpośrednie powiązanie wielkości wypłaconej dywidendy z wartością akcji jest utrudnione właśnie przez fakt, że dywidenda może być traktowana jako informacja o przyszłym poziomie przepływów pieniężnych spółki.

Wypłata dywidendy jest sygnałem, który jest kosztem dla spółki. Spółki, ogłaszając zwiększenie kwoty wypłacalnej dywidendy, sygnalizują duże przyszłe przepływy pieniężne. Podstawy teoretyczne oraz wyniki badań na temat sygnalizacji przyszłego poziomu przepływów pieniężnych poprzez zmianę poziomu dywidendy można znaleźć w pracach Bhattacharyy² oraz Kose i Williama³. Wyniki części przeprowadzonych badań empirycznych potwierdzają powiązanie pomiędzy zmianą dywidendy, zmianą kursu akcji oraz przyszłym poziomem zysków, a także podkreślają rolę dywidendy jako sygnału wysyłanego inwestorom. Wyniki badań wskazują, że zwiększenie poziomu dywidendy zwiększa cenę akcji i *vice versa* (szczególnie ogłoszenie o wypłacie dywidendy po raz pierwszy zwiększa cenę akcji⁴). Badania wykazały również silne dodatnie powiązanie pomiędzy zwiększeniem dywidend a wzrostem zysków w następnych dwóch latach⁵.

¹ T. Słowski, B. Zawadzki, *Analiza jakościowa wpływu ogłoszenia skupu akcji i wypłaty dywidendy na ceny akcji polskich spółek giełdowych*, *Zeszyty Naukowe* nr 640, Zarządzanie finansami. Współczesne wyzwania teorii i praktyki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2011, s. 457–468.

² S. Bhattacharaya, *Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in Hand' Fallacy*, „*Bell Journal of Economics*”, Vol. 10, 1979, s. 259–270.

³ J. Kose, J. Williams, *Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium*, „*Journal of Finance*” 1985, vol. 40, s. 93–131.

⁴ Badania wykazały, że rozpoczęcie wypłat dywidendy skutkuje 3% wzrostem cen akcji. Efekt ten nie został przebadany w warunkach polskich.

⁵ D. Nissim, A. Ziv, *Dividend Changes and Future Profitability*, „*Journal of Finance*” 2001, vol. 56, nr 6, s. 2111–2133.

Nie wszystkie badania wykorzystują metodologię analizy zdarzeń. Litzenberger i Ramaswamy⁶ przeprowadzili analizę regresji z uwzględnieniem poziomu ryzyka specyficznego oraz rynkowego dla akcji spółek wypłacających dywidendę. Badacze odnaleźli istotne powiązanie pomiędzy wysokim poziomem skorygowanych o ryzyko stóp zwrotu z akcji a wysokim poziomem stopy dywidendy. Oznacza to, że inwestorzy oczekują większych stóp zwrotu z akcji spółek wypłacających dywidendę. Wyniki, które potwierdzają tę tezę, otrzymali Naranjo, Nimalendran oraz Ryngaert⁷, którzy przeprowadzili regresję, wykorzystując – oprócz czynników przedstawionych w modelu Famy i Frencha – odchylenia portfeli akcji od poziomu stopy dywidendy dla rynku.

2. Opis próby oraz metodologii badawczej

Do próby badawczej przyjęto wszystkie spółki, które w latach 2005–2009 zmieniły wielkość wypłacanej dywidendy, a do próby nie włączono spółek wypłacających dywidendę po raz pierwszy ani spółek wznawiających wypłatę dywidendy. Łącznie w próbie znalazło się 263 obserwacji. Jako moment zdarzenia przyjęto dzień Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy, na którym podjęto uchwałę o wysokości wypłaty dywidendy. W badanym okresie łączna liczba spółek na giełdzie rosła szybciej niż liczba spółek wypłacających dywidendę, a w efekcie ogólny odsetek spółek wypłacających dywidendę malował. Liczba spółek kontynuujących wypłatę dywidendy utrzymywała się na relatywnie stabilnym poziomie.

Tabela 1. Wypłaty dywidendy 2005–2009

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Liczebność próby	39	49	58	61	56
Liczba spółek wypłacających dywidendę	84	89	93	109	96
Liczba spółek na GPW	255	278	342	371	377
Odsetek spółek kontynuujących wypłatę dywidendy	46%	55%	62%	56%	58%
Odsetek spółek wypłacających dywidendę	33%	32%	27%	29%	25%

Źródło: Opracowanie własne.

⁶ R. Litzenberger, K. Ramaswamy, *The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1979, s. 163–196.

⁷ A. Naranjo, M. Nimalendran, M. Ryngaert, *Stock Returns, Dividends Yields and Taxes*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, nr 6, s. 2029–2057.

W artykule wykorzystano metodologię analizy zdarzeń. Analiza polega na badaniu istotności średniej zwykłej stopy zwrotu z akcji wywołanej ogłoszeniem decyzji o wysokości dywidendy w dniu podjęcia decyzji oraz pierwszego dnia po jej ogłoszeniu. Pierwszym etapem analizy jest ustalenie oczekiwanych stóp zwrotu. Różnica pomiędzy zrealizowaną a oczekiwaną stopą zwrotu definiowana jest jako zwykła (ponadprzeciętna) stopa zwrotu. Ostatni etap analizy stanowi badanie istotności średnich zwykłych stóp zwrotu.

Oczekiwane stopy zwrotu obliczone zostały na podstawie modelu rynkowego:

$$\hat{R}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}, \quad (1)$$

gdzie:

$R_{i,t}$ – logarytmiczna stopa zwrotu spółki i w dniu t ,

$R_{m,t}$ – logarytmiczna stopa zwrotu portfela rynkowego w dniu t ,

α_i – wyraz wolny,

β_i – współczynnik korelacji z portfelem rynkowym.

Parametry modelu rynkowego szacowane są za pomocą modelu najmniejszych kwadratów na podstawie 100 obserwacji z okresu $t-104$ do $t-5$ ($t0$, to dzień WZA, na którym podjęto uchwałę o wysokości dywidendy).

Zwykłe stopy zwrotu zdefiniowane są jako:

$$AR = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}, \quad (2)$$

gdzie:

$R_{i,t}$ – rzeczywista stopa zwrotu spółki i w dniu t .

Badaniu na istotność statystyczną podlega efekt średni:

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}, \quad (3)$$

gdzie:

$AR_{i,t}$ – zwykła stopa zwrotu spółki i w dniu t ,

N – liczebność próbek.

Statystyką testową jest:

$$t_{stat} = \frac{\overline{AR}_t}{\hat{\sigma}_{\overline{AR}_t}}, \quad (4)$$

gdzie:

$$\hat{\sigma}_{\overline{AR}} = \sqrt{\frac{1}{99} \sum_{t=104}^{t-5} (\overline{AR}_t - \overline{\overline{AR}})^2}, \quad (5)$$

$$\overline{\overline{AR}} = \frac{1}{100} \sum_{t=104}^{t-5} \overline{AR}_t. \quad (6)$$

Do obliczenia zwykłych stóp zwrotu przyjęto tzw. podejście rynkowe (równanie 1). Podejście to pozwala na uwzględnienie sytuacji na rynku poprzedzającym okres analizy zdarzenia. Użycie modelu rynkowego zamiast tzw. modelu powrotu do średniej prowadzi do obniżenia wariancji zwykłych stóp zwrotu⁸.

Podstawową trudnością metodologiczną jest próba wyizolowania i kontroli oczekiwań inwestorów. Aby zidentyfikować nieoczekiwane zmiany dywidendy, większość badaczy przyjmuje naiwny model oczekiwanego poziomu dywidendy (tj. każda zmiana poziomu dywidendy jest nieoczekiwana) lub też różne modele prognostyczne⁹. Zaawansowane modele prognozujące oczekiwane wielkości wypłat dywidendy wymagają stosunkowo długich serii danych, nieosiągalnych w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Z tego powodu w badaniu przyjęto, że oczekiwania inwestorów poprawnie opisuje tzw. model naiwny (inwestorzy oczekują stałego poziomu dywidendy $D_{t+t} = D$).

W dalszej części badań przetestowano hipotezę o wpływie zmian wskaźników wykorzystujących dywidendę na wielkość ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla spółek o różnej kapitalizacji. Na rynkach wysoko rozwiniętych za znaczną część wypłacanych dywidend są odpowiedzialne spółki zaliczane do spółek dużych. Fakt ten został również potwierdzony przez obserwacje na polskim rynku kapitałowym. Przyjmujemy hipotezę, że zmiany w sposobie wypłaty dywidendy ogłaszane w grupie spółek dużych będą miały dla inwestorów większe znaczenie od zmian w wielkości wypłat spółek mniejszych.

Spółki zostały podzielone ze względu na wielkość kapitalizacji na koniec miesiąca, w którym podjęta została decyzja o wysokości dywidendy. W wyniku podziału otrzymano trzy próbki zawierające 50, 111 oraz 102 spółki.

⁸ J. Y. Campbell, A. W. Lo, & A. C. MacKinlay, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, 1997, s. 162–163.

⁹ P. Asquith, Jr D. Mullins, *The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth*, „Journal of Business” 1983, s. 76–96.

Tabela 2. Podział spółek ze względu na kapitalizację

Kapitalizacja spółki (mln złotych)	<100	<100;1000>	>1000
Liczebność próby	50	111	102

Źródło: Opracowanie własne.

Miernikiem zmian wielkości wypłaty dywidendy są trzy wskaźniki: dywidenda na jedną akcję (DPS, *dividend per share*), wskaźnik wypłaty dywidendy obliczany jako iloraz kwoty dywidendy do zysku netto z poprzedniego roku sprawozdawczego (DPR, *dividend payout ratio*) oraz stopa dywidendy obliczana jako iloraz wielkości dywidendy na akcję do ceny pojedynczej akcji (DY, *dividend yield*).

3. Wyniki badań

W zamieszczonych tu tabelach znajduje się podsumowanie wyników badań nad zmianą wielkości wypłat dywidendy dla spółek notowanych na GPW w Warszawie. W pierwszej kolejności poddano analizie wpływ zmian wielkości dywidendy na zwykłowe stopy zwrotu dla całej populacji spółek.

Tabela 3. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium wielkości dywidendy na akcję (bez podziału na kapitalizację)

	Kryterium DPS bez podziału na kapitalizację					
	Dół		Góra		Bez zmian	
Liczebność	82		147		34	
Dzień	0	1	0	1	0	1
AR	0,63%	-0,24%	0,35%	0,13%	0,64%	-0,22%
Maksimum	18,09%	10,61%	11,19%	8,69%	7,15%	6,11%
Minimum	-4,78%	-8,15%	-4,57%	-13,23%	-3,00%	-7,77%
Rozstęp	22,87%	18,77%	15,75%	21,92%	10,15%	13,88%
Mediana	0,36%	0,13%	-0,04%	0,18%	-0,01%	0,14%
Odch. standardowe	2,95%	3,18%	2,52%	2,55%	2,12%	2,86%
p-value	0,1159	0,5514	0,1764	0,4998	0,2145	0,6626

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 3 przedstawia wpływ zmian wskaźnika dywidendy na akcję. Wielkość DPS jest jedną z podstawowych informacji podawanych w komunikacie spółki o wypłacie dywidendy, a zakładana wielkość tego wskaźnika jest chętnie wykorzystywana w procedurach planowania finansowego.

Analiza danych w tabeli 3 wskazuje, że zmiana wskaźnika DPS ma niewielki wpływ na zmianę kursu akcji w analizowanym okresie. Wielkości ponadprzeciętnych stóp zwrotu są bliskie 0. Ponadto uzyskane rezultaty są nieistotne statystycznie. Oznacza to, że zmiany wskaźnika DPS nie można powiązać ze zmianą kursu akcji w analizowanym okresie.

Tabela 4. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium stopy dywidendy (bez podziału na kapitalizację)

	Kryterium DY bez podziału na kapitalizację					
	Dół		Góra		Bez zmian	
Liczebność	100		130		33	
Dzień	0	1	0	1	0	1
AR	0,53%	-0,06%	0,54%	0,14%	0,08%	-0,60%
Maksimum	18,09%	7,82%	11,19%	10,61%	6,89%	3,08%
Minimum	-4,48%	-8,15%	-4,78%	-13,23%	-4,57%	-7,27%
Rozstęp	22,57%	15,97%	15,97%	23,85%	11,45%	10,35%
Mediana	-0,05%	0,30%	0,39%	0,31%	-0,04%	-0,34%
Odch. standardowe	2,76%	2,87%	2,65%	2,87%	1,92%	2,26%
p-value	0,0930	0,8378	0,0201	0,5267	0,8647	0,2199

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza danych zawartych w tabeli 4 wskazuje, że zmiana wskaźnika stopy dywidendy ma również niewielki wpływ na zmianę kursu akcji w analizowanym okresie. Podobnie jak w przypadku wskaźnika DPS wielkości ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium stopy dywidendy są bliskie 0. Wzrost wskaźnika stopy dywidendy pozwala na osiągnięcie istotnych statystycznie ponadprzeciętnych stóp zwrotu równych 0,54% w dniu 0. Ponadto rozkład ponadprzeciętnych stóp zwrotu zrealizowanych w dniu charakteryzuje prawoskośność.

Tabela 5. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium wskaźnika wypłaty dywidendy (bez podziału na kapitalizację)

	Kryterium DPR bez podziału na kapitalizację			
	Dół		Góra	
Liczebność	126		133	
Dzień	0	1	0	1
AR	0,38%	0,12%	0,55%	-0,17%
Maksimum	18,09%	10,61%	11,19%	6,77%
Minimum	-4,78%	-8,15%	-4,53%	-13,23%
Rozstęp	22,87%	18,77%	15,71%	20,00%
Mediana	0,00%	0,21%	0,22%	0,17%
Odch. standardowe	2,63%	2,97%	2,63%	2,66%
p-value	0,1845	0,6649	0,1704	0,6739

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 5 przedstawiono dane opisujące spółki podzielone według zmian wskaźnika wypłaty dywidendy. Wskaźnik ten jest wykorzystywany podczas wyceny akcji (np. model Gordona–Lintnera) i obszarze planowania finansowego. W badanej próbie nie ma spółki, która utrzymywałaby taki sam poziom tego wskaźnika. Ponadprzeciętne stopy zwrotu są bliskie zera, a wyniki są nieistotne statystycznie.

Analiza wyników wskazuje na brak zależności między kierunkiem zmian w polityce dywidendy (niezależnie od definicji użytego wskaźnika) a średnimi zwykłymi stopami zwrotu. Co ciekawe, sam fakt wypłacenia dywidendy – niezależnie od jej wysokości lub kierunku zmian – powodował średni wzrost akcji ponad wartość oczekiwaną (choć statystycznie istotną jedynie w jednym przypadku). Jedyny statystycznie istotny efekt wystąpił w dniu ogłoszenia podniesienia poziomu dywidendy w przypadku użycia kryterium stopy zwrotu. Pierwszego dnia po ogłoszeniu efekt był zawsze słabszy niż w dniu WZA (niższe AR) lub negujący kierunek zmian (AR ujemne).

Dalsza analiza uwzględniająca podział spółek ze względu na ich kapitalizację rynkową również nie ujawniła silnie statystycznych zależności pomiędzy polityką dywidendy a zwykłymi stopami zwrotu. Tabele 6, 7, 8 przedstawiają przykładowe wyniki dla różnych wielkości spółek i różnych kryteriów oceny polityki dywidendy. Spośród wszystkich grup spółek w tabelach przedstawiono te, dla których wyniki były najbardziej istotne statystycznie.

Tabela 6. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium wskaźnika wielkości dywidendy na akcję (małe spółki)

	Kryterium DPS spółki o kapitalizacji mniejszej od 100 mln złotych					
	Dół		Góra		Bez zmian	
Liczebność	12		29		9	
Dzień	0	1	0	1	0	1
AR	-0,14%	-0,99%	-0,05%	0,05%	1,09%	-0,21%
Maksimum	4,83%	7,82%	10,93%	8,69%	4,48%	3,08%
Minimum	-4,48%	-8,11%	-4,53%	-13,23%	-3,00%	-7,27%
Rozstęp	9,31%	15,93%	15,46%	21,92%	7,49%	10,35%
Mediana	-0,49%	-1,42%	-0,62%	0,30%	1,04%	-0,20%
Odch. standardowe	2,14%	4,30%	2,98%	4,13%	2,31%	3,02%
p-value	0,8683	0,2417	0,9158	0,9125	0,4251	0,8740

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 7. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium stopy dywidendy (średnie spółki)

	Kryterium DY dla spółek o kapitalizacji pomiędzy 100 a 1000 mln złotych					
	Dół		Góra		Bez zmian	
Liczebność	39		54		18	
Dzień	0	1	0	1	0	1
AR	0,97%	-0,68%	0,79%	0,30%	-0,09%	-0,19%
Maksimum	18,09%	5,93%	11,19%	10,61%	6,89%	6,73%
Minimum	-4,27%	-7,77%	-4,09%	-6,96%	-4,57%	-3,84%
Rozstęp	22,36%	13,69%	15,28%	17,57%	11,45%	10,56%
Mediana	0,00%	-0,35%	0,53%	0,37%	-0,14%	-0,39%
Odch. standardowe	3,60%	2,96%	2,50%	2,90%	2,41%	2,24%
p-value	0,08136	0,2163	0,0935	0,5247	0,8025	0,6089

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 8. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla spółek podzielonych zgodnie z kryterium wskaźnika wypłaty dywidendy (duże spółki)

	Kryterium DPR duże spółki			
	Dół		Góra	
Liczebność	48		52	
Dzień	0	1	0	1
AR	0,12%	0,00%	0,60%	0,32%
Maksimum	7,15%	4,05%	10,91%	3,37%
Minimum	-4,78%	-8,15%	-3,30%	-3,70%
Rozstęp	11,93%	12,20%	14,22%	7,07%
Mediana	-0,14%	0,24%	0,31%	0,72%
Odech. standardowe	2,18%	2,27%	2,21%	1,69%
p-value	0,7123	0,9964	0,0798	0,3394

Źródło: Opracowanie własne.

Na poziomie istotności równym 10% statystycznie istotne okazują się jedynie pozytywne zwykłowe zwroty w dniu ogłoszenia podwyższenia poziomu dywidendy dla średnich i dużych spółek (kryteria odpowiednio – stopa dywidendy i wskaźnik wypłaty dywidendy) oraz wynik 0,97% dodatniej zwykłowej stopy zwrotu w dniu ogłoszenia obniżenia poziomu dla spółek średnich (kryterium stopy dywidendy). Dla spółek małych (mimo relatywnie większych absolutnych wartości zwykłowych stóp zwrotu przy obniżeniu i zachowaniu dywidendy na stałym poziomie) efekty są nieistotne ze względu na mniejszą liczbę obserwacji w próbie.

Niezależnie od metody użytej do oceny zmian w polityce dywidendy analiza przy poziomie istotności 5% danych we wszystkich możliwych przekrojach nie ujawnia oczekiwanej negatywnej reakcji rynku na obniżenie poziomu dywidendy. Reakcje w dniu napłynięcia informacji na rynek oraz dzień po, wyrażone zwykłymi stopami zwrotu, rzadko przekraczają poziom 1%.

Zakończenie

W artykule poddano analizie wpływ zmiany różnych wskaźników, którymi można opisać relatywne zmiany wielkości wypłacanej dywidendy na wielkość ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji. Powiązanie pomiędzy wskaźnikami a ponadprzeciętnymi stopami zwrotu jest bardzo słabe i tylko w jednym przypadku daje

informację istotną statystycznie na poziomie 5%. Istnieje wiele powodów, które mogą tłumaczyć ten fenomen.

Pierwszym powodem może być inny niż przyjęty w badaniu sposób definiowania zmian polityki dywidendy. Jeżeli przedsiębiorstwa wybierają model tzw. rezydualnej dywidendy, to przedstawione w artykule wielkości wskaźników nie wpływają bezpośrednio na preferencje inwestorów. W przypadku tego modelu polityka inwestycyjna spółki ma dla inwestorów pierwszorzędne znaczenie. Tę hipotezę należałoby potwierdzić na dalszym etapie badań.

Drugim powodem może być wybranie momentu ogłoszenia decyzji o wypłacie dywidendy. Informacje o planowanej dywidendzie pojawiają się na rynku w momencie przekazania inwestorom projektów uchwał na WZA (informacje prasowe mogą pojawić się nawet wcześniej). Jednocześnie, informacje te nie są w pełni wiarygodnie, ponieważ ostateczna decyzja zostaje podjęta właśnie na WZA.

Trzecim powodem jest liczba ważnych informacji zawartych w uchwałach WZA. Niektóre informacje dochodzące do inwestorów mogą wywoływać sprzeczne reakcje. Dlatego potencjalnie pozytywny efekt związany z wypłatą dywidendy mógł zostać zniesiony.

Czwartym powodem jest założony w artykule krótki czas na odpowiednią reakcję inwestorów. Uważna analiza uchwał WZA może skłaniać inwestorów do podjęcia decyzji o kupnie lub sprzedaży udziałów w okresie dłuższym niż zakładany w artykule. Jednakże poszerzenie okna zdarzenia zwiększa prawdopodobieństwo oddziaływania innych informacji, które napływają na rynek po WZA.

Investors' reaction to the change in dividend payout for companies listed on WSE

The article presents the impact of the dividend policy changes on the rates of abnormal returns obtained by the shareholders. The research was conducted on Polish companies listed on the WSE during 2005-2009, which paid dividend in at least two subsequent years. Due to different specificity of dividend payouts in companies differing in size, the companies were divided into groups based on their market capitalization value. Changes in the dividend payout were defined in three different ways: change in the dividend per share, change in the dividend yield and change in the dividend payout ratio. The impact of the change in the amount of dividend paid was estimated using the event studies methodology, with the event defined as the day of the announcement of the change. The results obtained show no statistically significant relationship between the changes in dividend policy and realized rates of return on the day of the announcement nor the subsequent day. Analysis of the companies divided by market capitalization gave similar results. The conclusion is that the changes in the dividend policy does not allow to obtain abnormal rates of return. Shareholders of different sizes companies do not realize different abnormal rates of return.