

ALEKSANDRA PIELOCH-BABIARZ

apieloch@uni.lodz.pl

Cateringowe aspekty wypłaty dywidendy a koniunktura giełdowa

Catering Aspects of Dividend Payment and Stock Exchange Situation

Słowa kluczowe: cateringowa teoria dywidendy, premia za dywidendę, skłonność do wypłaty dywidendy

Keywords: catering theory of dividend, dividend premium, propensity to pay dividend

Kod JEL: G02, G10, G35

Wstęp

Polityka wypłat dywidendy należy do ważnych problemów neoklasycznej teorii finansów przedsiębiorstw. Jedną z koncepcji stawiających wyzwanie neoklasycznemu podejściu do polityki wypłat dywidendy są finanse behawioralne, które negując założenie o efektywności rynku kapitałowego, szukają nowych sposobów wyjaśniania zjawisk giełdowych, uzupełniając teorie neoklasyczne o nowe podejścia uwzględniające nieracjonalne zachowania menedżerów lub inwestorów.

Zakładając – zgodnie z cateringową teorią dywidendy – że menedżerowie spółek giełdowych zachowują się w sposób racjonalny a inwestorzy działają irracjonalnie (tj. kierują się sentymentem i kategoryzują spółki jedynie względem kryterium wypłaty dywidendy), sformułowano cel artykułu, którym jest próba znalezienia odpowiedzi na dwa następujące pytania badawcze: 1) czy racjonalne zachowania menedżerów spółek giełdowych przejawiają się w zmiennej względem koniunktury giełdowej skłonności spółek do wypłaty dywidendy?, 2) czy preferencje dywidend-

dowe inwestorów zależą od sytuacji na giełdzie? Dla realizacji celu opracowania postawiono dwie hipotezy badawcze stanowiące, iż 1) w okresach dekonjunkury giełdowej relatywnie więcej spółek inicjuje wypłatę dywidendy (hipoteza HP1), 2) w trakcie trwania na rynku kapitałowym bessy inwestorzy giełdowi względnie wyżej wyceniają spółki dywidendowe (hipoteza HP2).

Uzasadnienie tak sformułowanych hipotez i pytań badawczych wynika z poglądu prezentowanego w behawioralnej teorii finansów, iż w okresach dekonjunkury giełdowej racjonalni menedżerowie rekomendują akcjonariuszom wypłatę dywidendy w celu zrekompensowania im poniesionych strat kapitałowych. Natomiast irracjonalne zachowania inwestorów giełdowych, polegające na budowaniu portfela inwestycyjnego, w którym znajdują się przede wszystkim akcje spółek dywidendowych – rozumiane przez nich jako mniej ryzykowna inwestycja – w konsekwencji będą prowadzić do zwiększenia popytu na akcje spółek wypłacających dywidendę w okresie bessy, a w efekcie – do wzrostu ich wartości rynkowej.

1. Istota cateringowej teorii wypłat dywidendy

Cateringowe podejście do wypłaty dywidendy zajmuje ważne miejsce w teoriach finansów behawioralnych, stanowiąc rozwinięcie i uzupełnienie problematyki dotyczącej skłonności spółek do wypłaty dywidendy [Fama, French, 2001, s. 3–33]. Zakłada ono irracjonalne zachowanie inwestorów, którzy podejmują decyzje inwestycyjne w oparciu o przynależność spółki do jednej z dwóch kategorii przedsiębiorstw wyodrębnionych jedynie w oparciu o kryterium wypłaty dywidendy. Działania i reakcje inwestorów giełdowych są analizowane przez racjonalnych menedżerów, którzy dostosowują politykę dywidendową do potrzeb inwestorów, tj. wypłacają dywidendę wtedy, gdy rynek kapitałowy wysoko wycenia spółki dywidendowe i zaprzestają jej wypłat w momencie, gdy tzw. premia za dywidendę maleje lub jest ujemna. Cateringowa teoria dywidendy została potwierdzona przede wszystkim na rynku amerykańskim [Baker, Wurgler, 2004, s. 1125] i brytyjskim [Ferris, Sen, Ho, 2006, s. 1149], ale nie znalazła potwierdzenia na rynku japońskim [Tsuji, 2010, s. 1] oraz wybranych rynkach kapitałowych Unii Europejskiej [Eije, Megginson, 2008, s. 347]. Wstępne badania na GPW nie potwierdziły występowania cateringu [Gajdka, 2013, s. 141], a te przeprowadzone na grupie spółek z przemysłu elektromaszynowego mogą wskazywać na podejmowanie przez menedżerów działań zgodnych z podejściem cateringowym [Pieloch-Babiarz, w druku].

Cateringowa teoria dywidendy jest sukcesywnie rozwijana i uzupełniana o dodatkowe czynniki mogące determinować zachowania inwestorów i menedżerów, takie jak np. poziom wypłaty dywidendy. Li i Lie dowiedli, że w sytuacji, gdy premia dywidendowa rośnie, spółki zwiększają wysokość wypłacanej dywidendy. W przeciwnym przypadku zastępują ją wykupem akcji własnych [Li, Lie, 2006, s. 293]. Denis i Osobov udowodnili natomiast, że skłonność do wypłaty dywidendy zależy

głównie od takich czynników, jak wielkość spółki, możliwości jej rozwoju oraz rentowność, w mniejszym zaś stopniu od wysokości premii za dywidendę [Denis, Osobov, 2008, s. 62]. Julio i Ikenberry również zwrócili uwagę na wielkość spółki i jej wiek. Wskazali, że cateringowy efekt dywidendy znika w przypadku, gdy do modelu wprowadzi się te dwie dodatkowe zmienne [Julio, Ikenberry, 2004, s. 89].

Z kolei Li i Zhao rozszerzyli model cateringowy o zmienną opisującą ryzyko, dowodząc, iż rynek kapitałowy uwzględnia przy wycenie spółek dywidendowych bieżące zmiany nastrojów giełdowych oraz ryzyko inwestycyjne [Li, Zhao, 2008, s. 673]. Ich badania zostały potwierdzone przez Hoberga i Prabhała, którzy po wprowadzeniu do modelu ryzyka specyficznego i systematycznego zaobserwowali, że wysokość premii za dywidendę przestała być istotna. Na tej podstawie sformułowali wniosek, że premia dywidendowa jest miarą ryzyka [Hoberg, Prabhāl, 2009, s. 93]. Na ryzyko inwestycyjne zwraca uwagę także Gajdka, zauważając, że jest ono czynnikiem powodującym, iż nawet niskie wypłaty dywidendy przyciągają uwagę inwestorów. Uznają oni bowiem akcje spółek dywidendowych za mniej ryzykowne [Gajdka, 2013, s. 143].

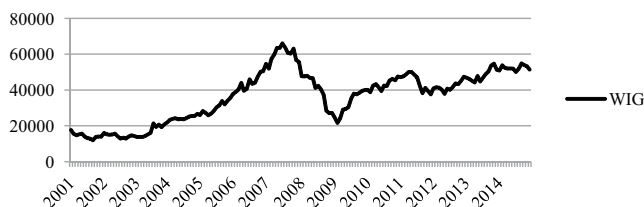
Zachowania inwestorów tłumaczy się również sytuacją gospodarczą oraz związaną z nią sytuacją na rynku kapitałowym. Jeżeli w odczuciu inwestorów giełdowych ogólne możliwości wzrostu gospodarczego są duże, będą oni preferować spółki niewypłacające dywidendy, uznając, że spółki przeznaczają wypracowany zysk na realizację projektów inwestycyjnych. W przeciwnym wypadku inwestorzy będą preferować spółki dywidendowe [Gajdka, 2013, s. 143], co zostanie uwidocznione w relatywnie wyższej wycenie rynkowej tych spółek w okresach dekonjunkury giełdowej [Fuller, Goldstein, 2011, s. 457]. Wytłumaczenia reakcji inwestorów na pogorszenie się sytuacji na rynku kapitałowym należy szukać w istocie księgowania mentalnego oraz w założeniach teorii perspektywy Kahnemanna i Tversky'ego [Kahnemann, Tversky, 1979, s. 263–291]. Wypłacanie dywidendy w okresach bessy pozwala zmniejszyć percepcję straty akcjonariusza. Dywidenda ma wtedy wyższą subiektywną wartość niż ta wypłacona w tej samej kwocie, ale w okresie wzrostu notowań rynkowych, kiedy inwestor ma możliwość osiągnięcia zysków kapitałowych [Szyszka, 2013, s. 179].

2. Metodyka badań

Empiryczna weryfikacja hipotez badawczych została przeprowadzona na spółkach z sektora przemysłu elektromaszynowego notowanych na GPW w latach 2001–2014¹. Podział okresu badawczego na lata bessy i hossy został dokonany w oparciu o kształtowanie się poziomu indeksu WIG. Dekonjunktura na warszawskim parkiecie

¹ W wybranym okresie analitycznym próbę badawczą stanowiły łącznie 42 podmioty. W kolejnych latach okresu badawczego liczba przedsiębiorstw z sektora przemysłu elektromaszynowego wahała się od 15 do 29 spółek (co było związane z upublicznianiem spółek oraz ich wycofywaniem z rynku kapitałowego).

miała miejsce w 2001 r., od czerwca 2007 r. do lutego 2009 r., a następnie przez rok od maja 2011 r.² (rys. 1).



Rys. 1. Kształtowanie się miesięcznych wartości indeksu WIG w latach 2001–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.investtracer.pl].

W pierwszym etapie analizy zweryfikowano hipotezę HP1, badając skłonność spółek do wypłaty dywidendy oraz strukturę spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy. Następnie obliczono wartości współczynników wypłaty dywidendy w ujęciu rocznym (tab. 1) i ich statystyki opisowe w podziale na lata bessy i hossy na warszawskim parkiecie.

Tab. 1. Podstawowe współczynniki wypłaty dywidendy

| Współczynnik | Formuła |
|--|---|
| Inicjacji wypłat dywidendy $Init_t$ | $\frac{Nowi\ wypłacający_t}{Niewypłacający\ razem_{t-1} - Niewypłacający\ wykluczeni\ z\ obrotu_t}$ |
| Kontynuacji wypłat dywidendy $Cont_t$ | $\frac{Kontynuujący\ wypłaty_t}{Wypłacający\ razem_{t-1} - Wypłacający\ wykluczeni\ z\ obrotu_t}$ |
| Wypłat dywidendy nowych spółek $List_t$ | $\frac{Wypłacający\ wchodzący\ na\ giełdę_t}{Wszystkie\ spółki\ wchodzące\ na\ giełdę_t}$ |
| Zaprzestania wypłaty dywidendy $Omit_t$ | $\frac{Nowi\ niewypłacający_t}{Wypłacający\ razem_{t-1} - Wypłacający\ wykluczeni\ z\ obrotu_t}$ |
| Udziału spółek rozpoczynających wypłaty dywidendy w sektorze $Init\ Total_t$ | $\frac{Nowi\ Wypłacający + Wypłacający\ wchodzący\ na\ giełdę_t}{Wszystkie\ spółki_t}$ |
| Udziału spółek kontynuujących wypłaty dywidendy w sektorze $Cont\ Total_t$ | $\frac{Kontynuujący\ wypłaty_t}{Wszystkie\ spółki_t}$ |
| Udziału spółek zaprzestających wypłaty dywidendy w sektorze $Omit\ Total_t$ | $\frac{Nowi\ niewypłacający_t + Wypłacający\ wykluczeni\ z\ obrotu_t}{Wszystkie\ spółki_t}$ |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Baker, Wurgler, 2004, s. 1133].

² W związku z prowadzeniem badań w ujęciu rocznym za lata dekonjunktury na GPW przyjęto te lata, dla których roczna stopa zwrotu z WIG, obliczana według metodyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, była ujemna (tj. 2001 r., 2008 r., 2011 r.), oraz dodatkowo 2012 r. (w tym roku decyzje o wypłacie dywidendy – podejmowane zwykle w pierwszym półroczu – zapadały w warunkach bessy). Przeprowadzone na potrzeby opracowania badania mają charakter wstępny. Należy je rozwinąć i uzupełnić, przyjmując m.in. inne mierniki konjunktury giełdowej, takie jak np. *A/D Line* czy *Force Index*.

Empiryczna weryfikacja hipotezy badawczej HP2 została przeprowadzona w oparciu o metodykę oceny premii dywidendowej rozumianej jako różnica średnich arytmetycznych wartości współczynnika „cena do wartości księgowej na jedną akcję” (p/BV), obliczonego dla spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy [Baker, Wurgler, 2004, s. 1135]. Premię dywidendową wyznaczono, korzystając z formuły na premię zwykłą, tzw. nieważoną (EWp_t^{D-ND}) oraz premię ważoną kapitalizacją giełdową spółki (VWp_t^{D-ND})³. W celu weryfikacji hipotez badawczych wykorzystano również współczynnik korelacji rang Spearmana⁴. Dane do analizy zaczerpnięto z „Roczników Giełdowych” oraz „Biuletynów Miesięcznych” GPW w Warszawie.

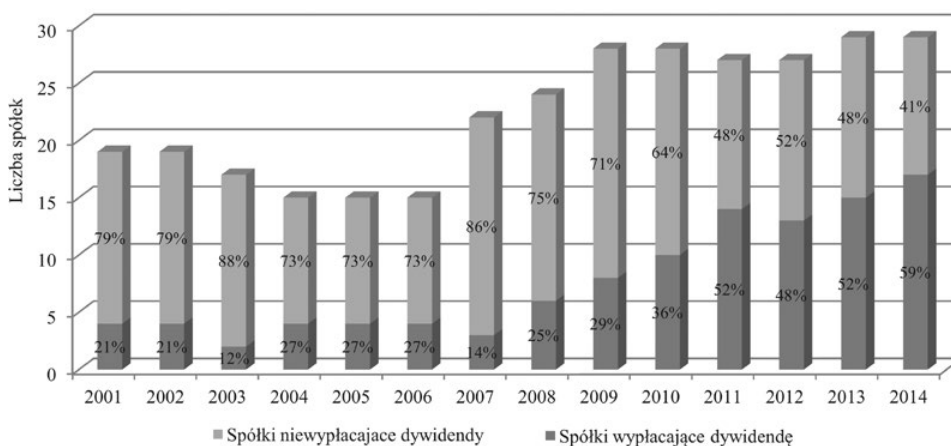
3. Wyniki badań empirycznych nad wypłatą dywidendy względem koniunktury giełdowej na GPW w Warszawie

W większości lat przyjętego okresu badawczego wśród spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego dominowały te, które nie wypłacały dywidendy pieniężnej. Relatywnie najwięcej przedsiębiorstw przeprowadziło wypłatę dywidendy w latach: 2011, 2013 i 2014 (odpowiednio 14, 15 i 17 spółek). W drugiej połowie wybranego okresu badawczego (z wyjątkiem 2012 r.) obserwuje się wzrost skłonności spółek do wypłaty dywidendy. Udział spółek wypłacających dywidendę w ogóle badanych spółek wzrósł z 14% w 2007 r. do 59% w 2014 r. (rys. 2).

Analiza struktury dywidendowych spółek z przemysłu elektromaszynowego wykazała, że w większości badanych lat dominowały przedsiębiorstwa kontynuujące wypłatę dywidendy. W 2003 r., 2005 r. oraz 2007 r. udział spółek kontynuujących wypłatę w ogóle spółek dywidendowych wyniósł 100% (były to odpowiednio dwie, cztery i trzy spółki), w 2014 r. stanowił 76,47% (13 przedsiębiorstw), a w 2002 r. i 2006 r. ukształtował się na poziomie 75% (po trzy spółki). Najniższą skłonność do kontynuowania wypłat zaobserwowano w 2001 r., który był rokiem dekonunktury giełdowej (udział wyniósł 25%). Pozostałe 75% spółek dywidendowych stanowiły te, które inicjowały wypłatę (trzy spółki). Wysoką skłonność do rozpoczęcia wypłat dywidendy zaobserwowano również w 2004 r., 2008 r. oraz 2009 r. (udział wyniósł po 50%). W całym okresie badawczym jedynie cztery spółki, które w danym roku

³ Premię dywidendową obliczono, korzystając z następujących formuł [por. Gajdka, 2013, s. 152–153, Kowerski 2011, s. 129; Eije, Megginson, 2008, s. 363]: premia zwykła: $EWp_t^{D-ND} = \frac{1}{n_p} \sum_{i=1}^{n_p} \frac{p_i}{BV_i} - \frac{1}{n_n} \sum_{j=1}^{n_n} \frac{p_j}{BV_j}$, premia ważona: $VWp_t^{D-ND} = \sum_{i=1}^{n_p} w_i \frac{p_i}{BV_i} - \sum_{j=1}^{n_n} w_j \frac{p_j}{BV_j}$, gdzie: n_p – liczba spółek wypłacających dywidendę, n_n – liczba spółek niewypłacających dywidendy, $\frac{p}{BV}$ – współczynnik cena do wartości księgowej, w_i, w_j – wagi (mierzone udziałem kapitalizacji spółki w kapitalizacji sektora).

⁴ Współczynnik korelacji rang Spearmana został wykorzystany w celu zbadania zależności między roczną stopą zwrotu z indeksu WIG a kształtowaniem się wartości zwykłej i ważonej premii dywidendowej oraz skłonności spółek do płacenia dywidendy definiowanej jako udział spółek wypłacających dywidendę w ogóle badanych spółek w danym roku.



Rys. 2. Liczba i udział spółek wypłacających dywidendę w ogóle spółek przemysłu elektromaszynowego w latach 2001–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rocznik Giełdowy”, lata 2002–2014; „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014].

po raz pierwszy były notowane na rynku głównym GPW, wypłaciły w tym samym roku dywidendę. Było to w 2009 r., 2011 r., 2013 r. i 2014 r. Ponadto w 2012 r. jedna spółka wypłaciła dywidendę, a następnie (jeszcze w tym samym roku) została wykluczona z obrotu giełdowego. Z kolei w grupie spółek niewypłacających dywidendy dominowały te, które w roku poprzednim nie dokonały wypłat na rzecz akcjonariuszy. Największy ich udział zaobserwowano w 2001 r. (93,33%) i 2011 r. (84,62%) (tab. 2).

Więcej spółek rozpoczynało i kontynuowało wypłatę dywidendy w okresach bessy niż hossy. Średnia wartość współczynnika inicjacji wypłat dywidendy była wyższa podczas dekonjunktury giełdowej. W okresach bessy na wypłatę dywidendy zdecydowało się średniorocznie 19,68% spółek, które w roku poprzednim nie przeprowadziły takich wypłat, a w okresach hossy średnia wartość współczynnika $Init_t$ była niższa i wyniosła 13,09%. Podobnie kształtowały się wartości jego mediany (odpowiednio 19,93% oraz 12,24%). Mniejsze zróżnicowanie badanej cechy zaobserwowano w latach pogorszenia się konjunktury giełdowej (rozstęp kwartylny wyniósł dla lat bessy 5,25%, podczas gdy w latach, w których kursy giełdowe rosły, ukształtował się na poziomie 20,24%). Średnie wartości współczynnika kontynuacji wypłaty dywidendy były wyższe w latach dekonjunktury giełdowej. W przypadku lat bessy średnie wartości $Cont_t$ wyniosły 77,31%, podczas gdy w latach hossy ukształtowały się na nieco niższym poziomie, tj. 76,84%. Mediana wyniosła odpowiednio 79,62% oraz 75%. Zróżnicowanie wartości współczynnika $Cont_t$ było większe w latach bessy (szerokość rozstępu kwartylnego wyniosła wtedy 28,08%, natomiast dla lat hossy była równa 16,62%). Z kolei średnia wartość współczynnika

Tab. 2. Liczba i struktura spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy w latach 2001–2014

| Lata | Spółki wypłacające dywidendę | | | | | | | | Spółki niewypłacające dywidendy | | | | | | | |
|------|------------------------------|----|----------------------|-----|---------------------|----|---------------------|---|---------------------------------|----|----------------------------|----|---------------------|----|---------------------|----|
| | Nowe | | Kontynuujące wypłatę | | Wchodzące na giełdę | | Wykluczone z obrotu | | Nowe | | Kontynuujące niewypłacanie | | Wchodzące na giełdę | | Wykluczone z obrotu | |
| | L. | % | L. | % | L. | % | L. | % | L. | % | L. | % | L. | % | L. | % |
| 2001 | 3 | 75 | 1 | 25 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 7 | 14 | 93 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2002 | 1 | 25 | 3 | 75 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 7 | 12 | 80 | 0 | 0 | 2 | 13 |
| 2003 | 0 | 0 | 2 | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 13 | 12 | 80 | 0 | 0 | 1 | 7 |
| 2004 | 2 | 50 | 2 | 50 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 | 82 | 0 | 0 | 2 | 18 |
| 2005 | 0 | 0 | 4 | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 8 | 73 | 2 | 18 | 1 | 9 |
| 2006 | 1 | 25 | 3 | 75 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 9 | 9 | 82 | 1 | 9 | 0 | 0 |
| 2007 | 0 | 0 | 3 | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 | 11 | 58 | 6 | 32 | 1 | 5 |
| 2008 | 3 | 50 | 3 | 50 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 15 | 83 | 3 | 17 | 0 | 0 |
| 2009 | 4 | 50 | 3 | 38 | 1 | 12 | 0 | 0 | 3 | 15 | 14 | 70 | 3 | 15 | 0 | 0 |
| 2010 | 3 | 30 | 7 | 70 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 6 | 15 | 83 | 0 | 0 | 2 | 11 |
| 2011 | 4 | 28 | 9 | 65 | 1 | 7 | 0 | 0 | 1 | 8 | 11 | 84 | 1 | 8 | 0 | 0 |
| 2012 | 3 | 23 | 9 | 69 | 0 | 0 | 1 | 8 | 4 | 29 | 10 | 71 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2013 | 5 | 33 | 9 | 60 | 1 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 11 | 79 | 2 | 14 | 1 | 7 |
| 2014 | 3 | 18 | 13 | 76 | 1 | 6 | 0 | 0 | 3 | 25 | 9 | 75 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Oznaczenia: L. – liczba spółek; % – struktura spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rocznik Giełdowy”, lata 2002–2014; „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014].

$List_t$ wyniosła w latach bessy 22,69%, a hossy – 26,39%. Analizując średni udział spółek rozpoczynających wypłatę dywidendy w ogóle badanych spółek, zauważono, iż był on wyższy w latach bessy (14,48%), a średni udział spółek kontynuujących wypłaty dywidendy w ogóle analizowanych spółek kształtował się na podobnym poziomie zarówno dla lat dekoniunktury giełdowej, jak i lat wzrostów na rynku akcji (odpowiednio 21,11% oraz 21,28%) (tab. 3).

Tab. 3. Statystyki opisowe współczynników wypłaty dywidendy w latach bessy i hossy na GPW [w %]

| Statystyki opisowe | Współczynniki wypłaty dywidendy | | | | | | |
|--|---------------------------------|----------|----------|----------|------------------|------------------|------------------|
| | $Init_t$ | $Cont_t$ | $List_t$ | $Omit_t$ | $Init_{Total_t}$ | $Cont_{Total_t}$ | $Omit_{Total_t}$ |
| <i>Lata bessy na warszawskim parkiecie</i> | | | | | | | |
| Średnia arytmetyczna | 19,68 | 77,31 | 25,00 | 22,69 | 14,48 | 21,11 | 6,87 |
| Kwartyl dolny | 17,18 | 64,42 | 12,50 | 7,50 | 12,15 | 10,69 | 2,78 |
| Mediana | 19,93 | 79,62 | 25,00 | 20,38 | 14,14 | 22,92 | 4,48 |
| Kwartyl górny | 22,44 | 92,50 | 37,50 | 35,58 | 16,47 | 33,33 | 8,58 |
| Rozstęp kwartylny | 5,25 | 28,08 | 25,00 | 28,08 | 4,32 | 22,64 | 5,80 |
| Odchylenie standardowe | 3,05 | 19,28 | 25,00 | 19,28 | 2,89 | 12,49 | 6,99 |

| Lata hossy na warszawskim parkiecie | | | | | | | |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Średnia arytmetyczna | 13,09 | 76,84 | 26,39 | 24,90 | 8,83 | 21,28 | 5,63 |
| Kwartył dolny | 1,92 | 70,67 | 0,00 | 15,63 | 1,32 | 13,41 | 3,48 |
| Mediana | 12,24 | 75,00 | 12,50 | 25,00 | 8,69 | 17,89 | 4,90 |
| Kwartył górny | 20,24 | 87,29 | 31,25 | 30,77 | 13,68 | 26,25 | 9,43 |
| Rozstęp kwartylny | 18,32 | 16,62 | 31,25 | 15,15 | 12,36 | 12,84 | 5,95 |
| Odchylenie standardowe | 11,72 | 16,71 | 35,49 | 16,50 | 7,22 | 10,24 | 4,01 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rocznik Giełdowy”, lata 2002–2014; „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014].

W większości badanych lat zwykła premia dywidendowa była dodatnia. Jej ujemne wartości zaobserwowano jedynie w dwóch latach dekoniunktury giełdowej (tj. w 2001 i 2008 r.) oraz w 2014 r. Ważona premia dywidendowa była dodatnia w każdym z lat okresu badawczego, co oznacza, że rynek kapitałowy wyżej wycenił spółki dywidendowe od tych, które dywidendy nie wypłacały. Najwyższą premię za dywidendę (zarówno zwykłą, jak i ważoną) zaobserwowano w 2007 r. (tj. EWp^{D-ND} wyniosła 1,68, a VWp^{D-ND} była równa 2,19). Z kolei najniższa wartość zwykłej premii dywidendowej została zaobserwowana w 2014 r. i wyniosła -0,69. Natomiast najniższa premia ważona wystąpiła w 2001 r. i ukształtowała się na poziomie 0,14 (rys. 3).



Rys. 3. Wysokość premii za dywidendę w latach 2001–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rocznik Giełdowy”, lata 2002–2014; „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014].

Inwestorzy giełdowi wyceniali spółki dywidendowe wyżej w okresie wzrostów na warszawskim parkiecie. W przypadku lat dekoniunktury giełdowej średnia premia za dywidendę ukształtowała się na poziomie 0,12 (zwykła) i 0,59 (ważona), podczas gdy dla lat hossy była ona wyższa i wyniosła odpowiednio 0,58 i 1,24. Podobnie kształtowała się wartość mediany, a rozstęp kwartylny był szerszy dla lat wzrostów giełdowych (tab. 4).

Tab. 4. Statystyki opisowe dla premii dywidendowej w latach hossy i bessy na GPW

| Statystyki opisowe | Premia za dywidendę | |
|--|-------------------------|-------------------------|
| | Zwykła (EWp^{D-ND}) | Ważona (VWp^{D-ND}) |
| <i>Lata bessy na warszawskim parkiecie</i> | | |
| Średnia arytmetyczna | 0,12 | 0,59 |
| Kwartył dolny | -0,18 | 0,43 |
| Mediana | 0,11 | 0,60 |
| Kwartył górny | 0,41 | 0,76 |
| Rozstęp kwartylny | 0,59 | 0,32 |
| Odchylenie standardowe | 0,31 | 0,31 |
| <i>Lata hossy na warszawskim parkiecie</i> | | |
| Średnia arytmetyczna | 0,58 | 1,24 |
| Kwartył dolny | 0,27 | 0,49 |
| Mediana | 0,54 | 1,13 |
| Kwartył górny | 0,95 | 2,03 |
| Rozstęp kwartylny | 0,67 | 1,54 |
| Odchylenie standardowe | 0,60 | 0,76 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rocznik Giełdowy”, lata 2002–2014; „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014].

Na wzrost wartości premii dywidendowej wraz ze wzrostami na rynku kapitałowym wskazują dodatnie wartości współczynnika korelacji rang Spearmana⁵. W przypadku premii zwykłej R_s ukształtował się na poziomie 0,55 (i był istotny statystycznie na poziomie istotności $\alpha=0,05$), a w przypadku premii ważonej wyniósł 0,39 (był jednak nieistotny statystycznie na przyjętym poziomie istotności) (tab. 5).

Tab. 5. Wartości współczynników korelacji rang Spearmana między roczną stopą zwrotu z indeksu WIG a premią za dywidendę i skłonnością do wypłaty dywidendy

| Wyszczególnienie | Współczynnik korelacji R_s | Statystyka t | p – value |
|--|------------------------------|----------------|-------------|
| Zwykła premia za dywidendę (EWp^{D-ND}) | 0,55* | 1,98 | 0,07 |
| Ważona premia za dywidendę (VWp^{D-ND}) | 0,39 | 1,32 | 0,21 |
| Udział spółek wypłacających dywidendę w ogóle spółek | -0,12 | -0,40 | 0,70 |

* istotność statystyczna na poziomie $\alpha=0,05$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Rocznik Giełdowy”, lata 2002–2014; „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014].

Wartość współczynnika korelacji R_s między stopą zwrotu z indeksu WIG a skłonnością spółek do wypłaty dywidendy wyniosła -0,12 i nie była istotna statystycznie (tab. 5).

⁵ W związku z tym, iż zależność korelacyjna była analizowana w ujęciu rocznym (badana zbiorowość była mało liczna), wykorzystano mniej dokładny niż współczynnik korelacji liniowej Pearsona współczynnik korelacji rang Spearmana, który dobrze sprawdza się zarówno w przypadku zależności prosto-, jak i krzywoliniowej.

Zakończenie

Wyniki wstępnych badań empirycznych nad cateringowymi aspektami wypłaty dywidendy w relacji do zmian koniunktury giełdowej wykazują, że zróżnicowany charakter zachowania menedżerów i inwestorów spółek publicznych może być wywołany czynnikami zależnymi od koniunktury giełdowej. Wśród analizowanych przedsiębiorstw większą skłonność do przeprowadzania wypłaty dywidendy zaobserwowano w okresie dekonunktury giełdowej (relatywnie więcej spółek inicjowało i kontynuowało wypłatę dywidendy w okresach bessy niż hossy, jednak różnice w wartości współczynników wypłat dywidendy liczonych dla lat „niedźwiedzia” i „byka” nie były duże). Można zatem stwierdzić, iż hipotezę badawczą HP1 zwerifikowano pozytywnie. Przeprowadzona analiza nie potwierdziła jednak hipotezy badawczej HP2. W niektórych latach dekonunktury giełdowej rynek wyżej wyceniał spółki niewypłacające dywidendy. Ponadto średnia wartość zwykłej i ważonej premii dywidendowej była niższa w latach spadków kursów akcji.

Przeprowadzone badania mają charakter wstępny i nie należy ich uogólniać. Powinno uwzględnić się potrzebę ich pogłębienia i rozwinięcia oraz zastosowania odmiennych metod badawczych, w tym w szczególności sposobów kalkulacji premii dywidendowej.

Bibliografia

- Baker M., Wurgler, J., *A Catering Theory of Dividend*, “The Journal of Finance” 2004, No. 59 [<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>, data dostępu: 06.05.2015].
- „Biuletyn Miesięczny”, lata 2001–2014, www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=11 [data dostępu: 06.05.2015].
- Denis D., Osobov I., *Why do Firms Pay Dividend?*, “Journal of Financial Economics” 2008, No. 89.
- Eije H., Megginson W.E., *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, “Journal of Financial Economics” 2008, No. 89.
- Fama E., French K., *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?*, “Journal of Financial Economics” 2001, No. 60 [[http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1), data dostępu: 06.05.2015].
- Ferris S., Sen S., Ho P., *God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the UK*, “The Journal of Business” 2006, No. 79.
- Fuller K., Goldstein M., *Do Dividends Matter More in Declining Markets?*, “Journal of Corporate Finance” 2011, No. 17 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=687067, data dostępu: 06.05.2015].
- Gajdka J., *Behawioralne finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Hoberg G., Prabhala N., *Disappearing Dividends: the Importance of Idiosyncratic Risk and the Irrelevance of Catering*, “Review of Financial Studies” 2009, No. 22.
- Julio B., Ikenberry D., *Reappearing Dividends*, “Journal of Applied Corporate Finance” 2004, No. 16 [<http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2004.00010.x>, data dostępu: 06.05.2015].
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk*, “Econometrica” 1979, No. 47 [www.jstor.org/stable/1914185?origin=crossref&seq=1#page_scan_tab_contents, data dostępu: 06.05.2015].

- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków 2011.
- Li K., Zhao X., *Asymmetric Information and Dividend Policy*, "Financial Management" 2008, No. 37 [<http://dx.doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00030.x>, data dostępu: 06.05.2015].
- Li W., Lie E., *Dividend Changes and Catering Incentives*, "Journal of Financial Economics" 2006, No. 80 [www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001583, data dostępu: 06.05.2015].
- Pieloch-Babiarz A., *Cateringowe podejście do polityki wypłat dywidendy na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie* (w druku).
„Roczniki Gieldowy”, lata 2002–2014, www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 [data dostępu: 06.05.2015].
- Szyska A., *Behavioral Finance and Capital Markets*, Palgrave Macmillan, 2013.
- Tsuji C., *A Test of the Catering Theory of Dividends: the Case of the Japanese Electric Appliances Industry*, "Journal of Management Research" 2010, No. 2 [www.macrothink.org/journal/index.php/jmr/article/view/371, data dostępu: 06.05.2015].
- www.investtracer.pl [data dostępu: 06.05.2015].

Catering Aspects of Dividend Payment and Stock Exchange Situation

This article attempts to find the answer to two research questions whether: 1) the rational behaviour of executives is manifested in the variable to the stock market situation propensity to pay dividends and 2) dividend preferences of investors depend on the situation on the stock market? In the article, there were formulated two hypotheses stating that: 1) during economic downturns relatively more companies initiate dividend payments, 2) during the "bear market" dividend companies are valued relatively higher. Preliminary results of empirical studies show that during the recession on capital market the share of companies that initiate dividend payments increase but dividend paying companies are not valued higher than the other companies.

Cateringowe aspekty wypłaty dywidendy a koniunktura giełdowa

Celem artykułu jest próba znalezienia odpowiedzi na dwa pytania badawcze: 1) czy racjonalne zachowania menedżerów przejawiają się w zmiennej względem koniunktury giełdowej skłonności spółek do wypłaty dywidendy oraz 2) czy preferencje dywidendowe inwestorów zależą od sytuacji na giełdzie? W artykule postawiono dwie hipotezy: 1) w okresach dekonunktury giełdowej relatywnie więcej spółek inicjuje wypłatę dywidendy, 2) w trakcie trwania bessy na rynku kapitałowym inwestorzy giełdowi względnie wyżej wyceniają spółki dywidendowe. Wyniki wstępnych badań empirycznych wskazują, iż w okresie dekonunktury giełdowej rośnie udział spółek inicjujących wypłatę dywidendy, jednak rynek kapitałowy nie wycenia spółek dywidendowych wyżej niż innych spółek.