

DECYZJE W ZAKRESIE DYWIDENDY A DŁUGOTERMINOWE STOPY ZWROTU. PRZYPADEK POLSKIEGO RYNKU AKCJI

Przemysław Konieczka*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.41.03>

DIVIDEND DECISIONS AND LONG-TERM RETURNS. THE CASE OF THE POLISH STOCK MARKET

ABSTRACT

The purpose of the article. The purpose of the article was to examine how dividend decisions made by general shareholder meetings affect the stock price of public companies in Poland over the long term.

Methodology. The study analyzed the impact of dividend decisions on the long-term patterns of stock returns using the buy-and-hold abnormal returns approach. In addition, the role of the dividend yield ratio in the formation of cross-sectional return volatility was examined. The conducted study referred to public companies listed on the main market of the Warsaw Stock Exchange.

Results of the research. The results of the research can be summarized as follows. Firstly, the conducted empirical study showed the possibility of achieving abnormal returns on investments in portfolios composed of shares of dividend companies. The results showed the positive impact of dividend decisions on valuations of public companies in the long term. Stock portfolios of companies initiating and resuming dividend payments allow for obtaining positive abnormal returns over the long term, however, the returns achieved are statistically significant only for selected periods of stock holding. Secondly, the empirical study of cross-sectional returns showed possibility of achieving in the long term excess returns on shares of public companies with high dividend yields. The results achieved are in line with the results of research conducted for developed stock markets. The article extends the considerations carried out for the Polish stock market in terms of the impact of dividend decisions on stock returns by including a long period in the analysis.

Keywords: dividend, public companies, stock market, long-term returns.

JEL Class: G100, G140, G350.

* Dr, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: przemyslaw.konieczka@shg.waw.pl
<https://orcid.org/0000-0001-5338-9580>

WPROWADZENIE

Badania empiryczne prowadzone nad weryfikacją teoretycznych rozważań nad kwestią dywidendy dały możliwość zaobserwowania zmian notowań cen akcji spółek publicznych w odniesieniu do decyzji podejmowanych w zakresie dywidendy. Zauważono, że notowania cen akcji zmieniają się w zależności od charakteru publikowanych informacji odnoszących się do decyzji podejmowanych w zakresie:

- wysokości stopy dywidendy (Litzenberger i Ramaswamy, 1979: 429–443),
- zmiany wysokości stopy dywidendy (Lev i Thiagarajan, 1993: 190–215; Abarbanell i Bushee 1998: 19–45),
- rozpoczęcia i zaprzestania wypłaty dywidendy (Michaely i in., 1995: 573–608),
- wznowienia wypłaty dywidendy (Boehme i Sorescu, 2002: 871–900),
- zmiany wysokości stałej dywidendy (Benartzi i in., 1997: 1007–1034).

Wskazane zachowania cen akcji ze względu na swój charakter i kierunek zmian pozwalały na osiągnięcie stóp zwrotu z akcji przewyższających modelowe stopy zwrotu, wynikające z oszacowania wartości przyjętymi modelami wyceny aktywów kapitałowych. Takowe zachowania rynku kapitałowego pozwalające na osiągnięcie ponadnormalnych stóp zwrotu, zostały nazwane w literaturze przedmiotu jako efekty oraz anomalie rynku kapitałowego¹. Efekty dotyczące dywidendy związane są między innymi z teorią sygnalizowania dywidendami i opracowanymi w ramach tej teorii modelami teoretycznymi (Bhattacharyya, 1979: 259–270; Talmor, 1981: 413–435). Efekty i anomalie rynku kapitałowego związane są również z zagadnieniem hipotezy efektywności rynku.

Celem niniejszego opracowania było zbadanie jak poszczególne decyzje w zakresie dywidendy wpływają na kształtowanie się długoterminowych cen akcji spółek publicznych w Polsce. Biorąc pod uwagę wskazany cel badawczy została sformułowana hipoteza badawcza: podejmowane przez walne zgromadzenia akcjonariuszy decyzje w zakresie dywidendy powodują długoterminowe zmiany cen akcji.

W ramach przeprowadzonego badania skupiono uwagę na dwóch aspektach związanych z wpływem decyzji w zakresie dywidendy na kształtowanie się cen akcji spółek publicznych. Po pierwsze, sprawdzono jak poszczególne zdarzenia związane z podejmowanymi przez walne zgromadzenia akcjonariuszy decyzjami w zakresie wypłaty dywidendy, inicjacji wypłaty dywidendy oraz wznowienia wypłaty dywidendy wpływają na długoterminowe stopy zwrotu z akcji spółek.

¹ Anomalie rynku kapitałowego to odchylenia od przewidywań zgodnych z neoklasyczną teorią finansów, a w szczególności stojące w sprzeczności z koncepcją efektywności informacyjnej rynku kapitałowego. Zgodnie z literaturą przedmiotu, dana anomalia występuje wtedy, kiedy inwestor może osiągnąć statystycznie istotne i dodatnie ponadnormalne stopy zwrotu (a więc powyżej premii za ryzyko) ze strategii wykorzystującej ową anomalie (Khan, 2011: 1–22).

Opierając się na określonych zdarzeniach dotyczących dywidendy skonstruowano długookresowe portfele papierów wartościowych, dla których obliczono nadwyżkowe stopy zwrotu dla poszczególnych okresów utrzymania akcji w portfelach. Tak skonstruowane portfele pozwoliły na zbadanie długookresowego kształtowania się wartości akcji spółek publicznych w odpowiedzi na podejmowane decyzje w zakresie dywidendy. Po drugie, dokonano analizy roli stopy dywidendy w kształtowaniu się długoterminowych stóp zwrotu z akcji. W tym celu zbadano kształtowanie się przekrojowych zmienności stóp zwrotu z odpowiednio skonstruowanych portfeli akcji w oparciu o kryterium stopy dywidendy. Przeprowadzone badania dają istotny wkład do nauki w zakresie rozszerzenia dotychczasowych badań dotyczących wpływu prowadzonej przez spółki publiczne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie polityki w zakresie dywidendy na kształtowanie się cen akcji spółek dywidendowych w odniesieniu do długiego okresu badawczego. Przeprowadzone badania pozwalają ponadto na określenie, czy istnieje możliwość osiągnięcia długookresowych ponadnormalnych stóp zwrotu ze strategii inwestycyjnych opierających się na decyzjach spółek w zakresie dywidendy. Wkładem do nauki jest również zbadanie jak dla spółek notowanych na polskiej giełdzie charakterystyki związane ze stopą dywidendy pozwalają na zbadanie kształtowania się przekrojowej zmienności stóp zwrotu z akcji spółek.

Struktura artykułu przedstawia się następująco. W pierwszej części zaprezentowano przegląd kwestii teoretycznych i badań empirycznych związanych z analizowaną materią. Druga część opracowania dotyczy określenia próby badawczej i źródeł danych. W trzeciej i czwartej części artykułu przedstawiono wyniki przeprowadzonego badania oraz opisano zastosowane metody badawcze. W piątej i zarazem ostatniej części artykułu dokonano konkluzji przeprowadzonych rozważań.

1. BADANIA TEORETYCZNE I EMPIRYCZNE NAD WPŁYWEM DECYZJI DYWIDENDOWYCH NA CENY AKCJI

Wpływ dywidendy oraz decyzji w zakresie dywidendy na zmiany notowań cen akcji i tym samym na osiągnięte stopy zwrotu jest jednym z najczęściej badanych obszarów finansów przedsiębiorstw. Prowadzone rozważania teoretyczne odnosiły się w szczególności do próby określenia całościowej teorii tłumaczącej wpływ podejmowanych decyzji w zakresie dywidendy na kształtowanie się notowań cen akcji spółek publicznych. W szczególności opracowane teorie sygnalizacji dywidendami wspierają nurt badań związany z wpływem decyzji w zakresie dywidendy na notowania cen akcji. Koncepcja sygnalizowania odnosi się do asymetrii informacyjnej. Zgodnie z teorią sygnalizowania, dywidenda może być sposobem zmniejszania występującej asymetrii. Zarządy spółek poprzez decyzje

w zakresie dywidendy przekazują na zewnątrz spółki informacje o sytuacji spółki oraz o przyszłych zyskach. Koncepcja sygnalizacji ma swoje korzenie w pracy Lintnera (1965:13–37), który przedstawił i opisał zmiany ceny akcji w następstwie zmiany stopy dywidendy. Koncepcje teoretyczne związane z teorią sygnalizowania dywidendami były rozwijane w latach 70. i 80. poprzedniego stulecia. Po raz pierwszy argument sygnalizowania został rozwinięty w jednookresowym modelu zaproponowanym przez Rossa (1977: 23–40). Zaproponowana przez niego teoria zakładała, że inwestorzy wyceniają przyszły strumień przepływów pieniężnych otrzymywany od spółki. Opierając się na asymetrii informacyjnej oraz modelu przedstawionym przez Rossa, Bhattacharyya (1979: 259–270) zaproponował model uważany za definiujący cały nurt badawczy sygnalizowania dywidendami. Teoretyczne koncepcje w zakresie sygnalizacji rozwijane były w późniejszych latach (Talmor, 1981: 413–435; Aharony i Swary, 1980: 1–12; Asquith i Mullins, 1983: 77–96). Również przedstawiciele finansów behawioralnych rozwijali koncepcję sygnalizowania dywidendami. Baker i Wurgler (2016: 697–738) zaproponowali podejście nazwane przez nich behawioralnym sygnalizowaniem.

Badania empiryczne prowadzone w zakresie wpływu dywidendy na osiągnięte stopy zwrotu z akcji dotyczyły zarówno teorii sygnalizacji, jak i innych obszarów związanych z zauważalnymi anomaliami rynku kapitałowego odnoszącymi się do kwestii dywidendy. Badania te dotyczyły wpływu stopy dywidendy na osiągnięte stopy zwrotu oraz wpływu decyzji w zakresie dywidendy na kształtowanie się stóp zwrotu (m.in. decyzje w zakresie wypłaty dywidendy, inicjacji wypłaty dywidendy, wstrzymania i wznowienia wypłaty dywidendy oraz zmiany poziomu wypłacanej dywidendy).

Zgodnie z przewidywaniami Lintnera (1965: 13–37), rozpoczęcie wypłaty dywidendy oraz zakończenie wypłaty dywidendy powinny legitymować się mocnym efektem sygnalizacyjnym i wpływem na stopy zwrotu z akcji. Reakcja rynku przejawia się w osiągnięciu dodatnich nadwyżkowych stóp zwrotu z akcji spółek rozpoczynających wypłatę dywidendy oraz ujemnych nadwyżkowych stóp zwrotu z akcji spółek informujących o zaprzestaniu wypłaty dywidendy. Pierwsze badania w zakresie wpływu na ceny akcji decyzji o rozpoczęciu i zaprzestaniu wypłaty dywidendy prowadzone były przez Asquith i Mullinsa (1983: 77–96), Healy i Palepu (1988: 149–175) oraz Michaely, Thaler i Womack (1995: 573–608). Badanie w zakresie wpływu decyzji o rozpoczęciu lub zaprzestaniu wypłaty dywidendy obejmowały zarówno rynki dojrzałe, jak i rynki wschodzące (Amihud i Murgia, 1997: 397–408; Skinner i Soltes, 2009: 1–28, Raja i Tahir, 2014: 24–33). Kolejnym zaobserwowanym zachowaniem rynku związanym z decyzjami w zakresie dywidendy jest efekt wznowienia wypłaty dywidendy. Efekt ten badany był między innymi przez Boehme i Sorescu (2002: 871–900) oraz Chen, Chou i Lee (2014: 643–657) i przejawia się w osiągnięciu dodatnich nadwyżko-

wych stóp zwrotu z akcji spółek wznawiających wypłatę dywidendy. Badania empiryczne prowadzone w zakresie zależności pomiędzy stopą dywidendy a stopami zwrotu z akcji spółek giełdowych wykazały istnienie dwóch efektów związanych ze stopą dywidendy. Pierwszy z nich, nazwany „prostym” efektem stopy dywidendy (*simple dividend yield effect*), dotyczy wysokości stóp zwrotu osiąganych ze spółek o najwyższej i najniższej stopie dywidendy. Zgodnie z efektem stopy dywidendy, inwestycje w spółki charakteryzujące się wysoką stopą dywidendy przynoszą wyższe stopy zwrotu niż inwestycje w spółki o niskiej stopie dywidendy. Drugi z efektów związany jest ze zmianą poziomu stopy dywidendy. Zgodnie z wynikami badań zmiana stopy dywidendy pozwala na przewidywanie stóp zwrotu z akcji. Początkowe studia nad zależnością pomiędzy stopą dywidendy a stopami zwrotu z akcji bazowały na analizie zagregowanych szeregów czasowych. Część badaczy (Fama i French, 1988: 3–26; Campbell i Shiller, 1988a: 661–676; Campbell i Shiller, 1988b: 195–227; Cochrane, DeFina i Mills, 1993: 159–180) analizując przygotowane szeregi czasowe zauważyła, że stopy dywidendy w istotny sposób objaśniały zmienność stóp zwrotu z akcji. Fama i French stwierdzili, że badana zależność pomiędzy stopami dywidendy a stopami zwrotu zwiększa się w miarę wydłużania horyzontu czasowego. Ang i Beakert (2001: 651–707) przeprowadzili badania dla szeregów czasowych o różnym horyzoncie czasowym i wykazali, że stopy dywidendy w istotny sposób objaśniają osiągnięte krótko- i długoterminowe stopy zwrotu. Zagadnienie zależności pomiędzy stopami zwrotu a stopami dywidendy analizowano również z wykorzystaniem danych przekrojowych. Mei (1992: 331–345) i Lewellen (2004: 209–235) w oparciu o dane przekrojowe wykazali występowanie efektu stopy dywidendy w stopach zwrotu z akcji dla rynku amerykańskiego. Lewellen (2015: 1–44), wykorzystując regresję przekrojową Famy-MacBetha (Fama i MacBeth, 1973: 607–636), wykazał, że stopa dywidendy objaśnia przekrojową zmienność stóp zwrotu, jednak przy dość niskiej statystycznej istotności. Lyn i Zyowiesch (2004: 63–71) badały występowanie efektu dywidendy na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. Autorki zauważyły, że stopa dywidendy (dla wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej) przy niskiej istotności statystycznej jest przeciętnie dodatnio skorelowana ze stopami zwrotu z akcji. Badania obejmujące przekrojowe zmienności stóp zwrotu w odniesieniu do stopy dywidendy dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej prowadzili również Zaremba i Konieczka (2015: 857–877). Duża część przeprowadzonych badań wspierała pozytywną i istotną zależność pomiędzy stopą zwrotu a stopą dywidendy (Litzenberger i Ramaswamy, 1979: 429–443; Lev i Thiagarajan, 1993: 190–215; Abarbanell i Bushee, 1998: 19–45; Morgan i Thomas, 1998: 405–423; Visscher i Filbeck, 2003: 99–106; Brzeszczyński i Gajdka, 2007: 285–300; Kyriazis i Diacogiannis, 2007: 1511–1528). Do badań niepotwierdzających obserwowane anomalie stóp dywidendy zaliczyć można

m.in. Black i Scholes (1974: 1–22), Goetzmann i Jorion (1993: 663–679), Goyal i Welch (2003: 639–654) oraz ap Gwilym i in. (2005: 69–74).

Dla polskiego rynku akcji nie odnotowano dotychczas kompleksowych badań dotyczących wpływu decyzji w zakresie dywidendy na stopy zwrotu z akcji spółek giełdowych. Prowadzone badania dotyczyły w głównej mierze rozważań teoretycznych nad dywidendą, krótkoterminowego wpływu decyzji dywidendowych na stopy zwrotu, determinant wpływu polityki dywidendy na stopy zwrotu, czy próby formułowania strategii inwestycyjnych w oparciu o wybrane krótkoterminowe zachowania kursów akcji w związku z realizowaną polityką dywidendy. Na podstawie przeprowadzonego przeglądu badań empirycznych zauważyć można, że w zakresie wpływu dywidendy na stopy zwrotu najczęściej analizowanym obszarem dla polskiego rynku akcji jest teoria sygnalizacji. Wpływ decyzji dywidendowych na stopy zwrotu z akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie badany był między innymi przez Gurgula i Majdosza (2005: 25–41), Tuzimka (2012: 333–346), Słońskiego i Zawadzkiego (2012a: 125–135; 2012b: 46–54), Perepeczo (2013: 253–264), Czekaja (2014), Frasyński-Pietrzyk i Walczak (2014: 119–128), Czapiewskiego i Kubiaka (2017: 47–58), Kaźmierską-Józwiak (2017: 109–118), Żyła (2018: 100–117), Gnap (2022: 193–27).

Gurgul i Majdosz jako jedni z pierwszych analizowali wpływ zapowiedzi wypłaty dywidendy na reakcję akcjonariuszy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okres badawczy obejmował lata 2000–2004, przez co próba badawcza składała się tylko z 65 przypadków decyzji o wypłacie dywidendy lub skupie akcji własnych. Gurgul i Majdosz dowiedli, że rynek akcji reaguje pozytywnie na ogłoszenie o wypłacie dywidendy tylko wokół dnia ogłoszenia. W pierwszym dniu po ogłoszeniu decyzji o wypłacie dywidendy, nadwyżkowa stopa zwrotu była pozytywna (0,79%) i istotna statystycznie. W ramach swojego badania autorzy analizowali również czynniki mające wpływ na występowanie nadwyżkowej stopy zwrotu wśród konkurencyjnych spółek z tego samego sektora. Rezultaty badania wskazują na występowanie analizowanej relacji i jej wpływu na nadwyżkowe stopy zwrotu, ale z opóźnieniem czasowym.

Licniejszą próbą badawczą legitymowało się badanie przeprowadzone przez Tuzimka, który analizował 245 zdarzeń. Badanie obejmowało spółki notowane na głównym rynku akcji polskiej giełdy, które wypłacały dywidendę co najmniej trzykrotnie w latach 2001–2009. Autor argumentował, że taki dobór spółek do próby pozwoli na wykluczenie zdarzeń będących wynikiem nieprawidłowych decyzji w zakresie dywidendy, które powodować mogą nieracjonalne zachowania inwestorów. Wyniki badania pokazują, że ogłoszenia w zakresie dywidendy pozytywnie wpływają na ceny akcji. Dla całej próby (niezależnie od rodzaju podjętej decyzji w zakresie dywidendy) odnotowano dodatnie i statystycznie istotne ponadstandardowe stopy zwrotu w dniu ogłoszenia (0,55%), w dniu poprzedzającym dzień ogłoszenia (0,35%) oraz w pierwszym dniu po dniu ogłoszenia (0,35%).

Tuzimek odnotował ponadto statystycznie istotną pozytywną reakcję rynku w pierwszym dniu po dniu ogłoszenia w przypadku decyzji o rozpoczęciu lub wznowieniu wypłaty dywidendy (0,1%), decyzji o wzroście dywidendy (1,35%) oraz spadku dywidendy (0,43%).

Słoński i Zawadzki analizowali zachowania kursów akcji po ogłoszeniu decyzji w zakresie zmiany wielkości wypłacanej dywidendy. Okres badawczy obejmował lata 2005–2009, w ramach którego to okresu zidentyfikowano 236 obserwacji. Autorzy w przeprowadzonym badaniu nie odnotowali zależności pomiędzy kierunkiem zmiany w polityce dywidendy a ponadstandardowymi stopami zwrotu. Badanie wykazało jednak występowanie ponadstandardowych stóp zwrotu, biorąc pod uwagę samo ogłoszenie o wypłacie dywidendy. Pogrupowanie spółek w panel według kryterium wielkości (kapitalizacji) na małe, średnie i duże nie wykazało ponadprzeciętnych stóp zwrotu w przypadku zmiany wielkości wypłacanej dywidendy.

Słoński i Zawadzki w kolejnym opracowaniu poddali analizie reakcję rynku na wypłatę nieoczekiwanych dywidend, rozumianych jako różnica pomiędzy rekomendacją zarządu w zakresie wielkości dywidendy a wielkością dywidendy przyjętą przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. W okresie 2005–2010 autorzy zidentyfikowali 21 takich zdarzeń. Zgodnie z uzyskanymi wynikami, dodatnie i statystycznie istotne ponadstandardowe stopy zwrotu występowały w przypadku nieoczekiwanych decyzji o wzroście dywidendy. Autorzy zauważyli, że dodatnie i statystycznie istotne ponadstandardowe stopy zwrotu występują w przypadku decyzji o relatywnie wyższym przyroście dywidendy.

Perepeczo prowadziła badania reakcji inwestorów na wypłatę dywidendy. Przyjęta próba badawcza obejmowała spółki publiczne, które w okresie 1992–2011 wypłaciły dywidendę przynajmniej raz. Autorka wykorzystwała w badaniu dwa modele stanowiące podstawę do szacowania nadzwyczajnych stóp zwrotu. Badanie wykazało pozytywną relację pomiędzy wypłatą dywidendy a wartością akcji spółek publicznych, objawiającą się w ponadstandardowych stopach zwrotu z akcji w przypadku tych zdarzeń.

Czekaj analizował wpływ ogłoszeń dotyczących wypłaty dywidendy na notowania akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Próba badawcza obejmowała ogłoszenia w zakresie dywidendy w latach 2008–2012. Autor odnotował ponadstandardowe stopy zwrotu w przypadku inicjacji i wznowienia wypłaty dywidendy (na poziomie 1,17%) oraz w przypadku wzrostu dywidendy (na poziomie 1,08%).

Frasyniuk-Pietrzyk i Walczak w swoich badaniach koncentrowały się na reakcji rynku na ogłoszenie o wypłacie dywidendy. Próba badawcza obejmowała spółki giełdowe, charakteryzujące się regularną dystrybucją zysków w postaci dywidendy. Autorki dla okresu badawczego 2005–2013 zidentyfikowały tylko

13 takich spółek publicznych. Wyniki badania pozwoliły na zaobserwowanie dodatnich i statystycznie istotnych anormalnych stóp zwrotu w przypadku ogłoszeń o wzroście wartości dywidendy (w dniu ogłoszenia). Ujemne ponadstandardowe stopy zwrotu zostały odnotowane dla ogłoszeń o spadku dywidendy. Uzyskane statystycznie istotne wyniki dotyczyły jednak tylko dnia, w którym następowało ogłoszenie.

Czapiewski i Kubiak poddali analizie wpływ ogłoszeń w zakresie zmiany dywidendy na stopy zwrotu z akcji spółek giełdowych. Ich próba badawcza obejmowała spółki wypłacające dywidendę w latach 1994–2014. Autorzy wykazali jedynie pozytywną i statystycznie istotną ponadstandardową stopę zwrotu w przypadku ogłoszeń o wzroście wartości dywidendy.

Każmierska-Józwiak w swoim opracowaniu analizowała reakcję akcjonariuszy na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy. Badanie obejmowało populację spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w latach 2011–2015 po raz pierwszy lub po co najmniej trzyletniej przerwie ogłosiły informację o wypłaceniu dywidendy. We wskazanym okresie badawczym zidentyfikowano 67 zdarzeń podania do publicznej informacji decyzji o wypłacie dywidendy w okresie 2011–2015. Badanie wykazało występowanie istotnej statystycznie i dodatkowo stopy zwrotu w przypadku wystąpienia informacji o inicjacji dywidendy.

Żyła poddała analizie jak spółki notowane na rynku akcji NewConnect sygnalizują zmiany wyników i przyszłych cen akcji poprzez zmiany w polityce wypłat dywidendy. Próba badawcza obejmowała spółki wypłacające regularnie dywidendę (przez minimum 5 lat z rzędu) w latach 2007–2015. Przeprowadzone badania dotyczące wpływu wypłaty dywidendy na krótkoterminowe stopy zwrotu nie wykazały jednak statystycznej zależności pomiędzy tymi zmiennymi.

Gnap analizował wpływ ogłoszeń dotyczących wypłaty dywidendy na notowania akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Próba badawcza obejmowała 45 spółek publicznych i dotyczyła ogłoszeń w zakresie dywidendy w latach 2017–2021. Autor nie odnotował relacji pomiędzy wypłatą dywidendy a krótkoterminowymi zmianami w cenach akcji. Prowadzone badanie obejmowało swoim zakresem czasowym występowanie pandemii COVID-19, jednakże autor badania nie zauważył wpływu pandemii na zachowania spółek w zakresie wypłaty dywidendy.

Badania prowadzone dla rynku polskiego w głównej mierze dotyczyły jednak krótkoterminowych stóp zwrotu osiągniętych z akcji spółek wokół dnia ogłoszenia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy decyzji w zakresie dywidendy i nie odnosiły się do możliwości osiągnięcia ponadstandardowych stóp zwrotu z akcji wypłacających dywidendy w długim okresie czasu.

2. OKREŚLENIE PRÓBY BADAWCZEJ I ŹRÓDEŁ DANYCH

Wykorzystane w badaniu dane miały charakter dziennych oraz miesięcznych szeregów czasowych oraz miesięcznych danych przekrojowo-czasowych, w liczbie obserwacji wystarczającej do zapewnienia odpowiedniej mocy przeprowadzanych testów i uniknięcia ekspozycji na problemy natury mikrostrukturalnej (De Moor i Sercu, 2013: 129–155). W ramach badania zdefiniowano w pierwszej kolejności zdarzenia odpowiadających decyzjom podejmowanym przez walne zgromadzenia akcjonariuszy spółek publicznych w zakresie wypłaty dywidendy, inicjacji wypłaty dywidendy oraz wznowienia wypłaty dywidendy². Dla zdefiniowanych zdarzeń określono zbiory danych zawierające notowania cen akcji odpowiadające datom zdarzeń. W przypadku badania przekrojowej zmienności stóp zwrotu zostały przygotowane przekrojowe szeregi danych zawierające stopy zwrotu osiągnięte z akcji spółek publicznych wraz z określonymi dla tych akcji wartościami stopy dywidendy.

W badaniu wykorzystano dzienne notowania kursów akcji oraz dane dotyczące dywidendy dla spółek publicznych notowanych na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Dane wykorzystane w badaniu zostały zaczerpnięte z baz danych prowadzonych przez serwis Bloomberg oraz z baz danych Działu Rozwoju Produktów Informacyjnych i Indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Okres badawczy obejmował przedział czasowy od 1 stycznia 2002 roku do 31 grudnia 2021 roku. Okres badawczy swoim zakresem obejmował występowanie pandemii COVID-19, jednakże analizując szeregi danych nie zauważono wpływu pandemii na zmianę zachowań spółek w zakresie podejmowanych decyzji dywidendowych. Biorąc pod uwagę okres badawczy, w badaniu uwzględniono zarówno spółki aktualnie notowane, jak i spółki wycofane z obrotu. Takie działanie pozwoliło na uniknięcie występowania błędów selekcji. Z próby badawczej zostały wyłączone banki. Wynika to z faktu publikowania stanowiska i rekomendacji Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie polityki dywidendowej banków, w którym Komisja sugeruje bankom działania w zakresie wstrzymania lub wypłaty dywidendy. Notowania cen akcji zostały poddane korekcie o działania korporacyjne prowadzone przez spółki na akcjach (podział i scalenie akcji, prawa poboru itd.) oraz o gotówkę wypłacaną inwestorom w postaci dywidendy. Szeregi danych przekrojowych zostały ponadto poddane korekcie poprzez zastosowanie odrzucenia 2,5% akcji spółek o najwyższych i najniższych stopach zwrotu osiągniętych w danym miesiącu (Rouwenhorst, 1999: 1439–1464; Chui i in., 2010: 361–392; Zaremba i Konieczka, 2015: 857–877). Z próby badawczej wyeliminowano również obserwacje o ekstremalnych

² Wznowienie wypłaty dywidendy zostało zdefiniowane jako zdarzenie, gdy spółka wznowiła wypłatę dywidendy po okresie przerwy w wypłacie, a przed zaprzestaniem wypłaty charakteryzowała się wypłatą dywidendy w następujących po sobie co najmniej trzech latach.

wartościach, aby wykluczyć z szeregów nieprawidłowe dane (McInish i in., 2008: 312–329; Lewellen, 2011: 62–80; Zaremba i Konieczka, 2015: 857–877). W tym celu usunięto z próby wszystkie akcje, dla których stopa dywidendy przekraczała 100%.

3. OCENA WPŁYWU DECYZJI W ZAKRESIE DYWIDENDY NA DŁUGOTERMINOWE STOPY ZWROTU

W niniejszym punkcie przedstawiono wyniki przeprowadzonych badań sprawdzających wpływ decyzji dywidendowych na kształtowanie się długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek publicznych. W badaniu wykorzystano metodę kalkulacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu „kup i trzymaj” (*buy-and-hold abnormal returns approach*). W ramach badania metodą kalkulacji nadwyżkowych stóp zwrotu dla strategii „kup i trzymaj”, skonstruowano portfele akcji spółek dywidendowych z okresami utrzymywania akcji w portfelu wynoszącymi 12, 24, 36, 48, 60, 72, 84 i 96 miesięcy. Akcje spółek wypłacających, inicjujących i wznowiających wypłaty dywidendy były włączane do portfela w ostatnim dniu miesiąca, po którym nastąpiło dane zdarzenie oraz były z niego wykluczane po upływie odpowiednio od 12 do 96 miesięcy. Nadwyżkowe stopy zwrotu następnie testowano przy wykorzystaniu modeli rynku kapitałowego. W ramach badania wykorzystano klasyczny model indeksowy oraz czteroczynnikowy model zaproponowany przez Carharta (Carhart, 1997: 57–82). W ramach modelu indeksowego za parametr odniesienia przyjęto notowania indeksu szerokiego rynku WIG. Mając świadomość znacznej roli różnic w poziomie ryzyka przy wyjaśnianiu stóp zwrotu w długim okresie, aby zniwelować ograniczenia modelu indeksowego w tym zakresie, w badaniu wykorzystano również model czteroczynnikowy, którego czynniki obejmują efekt wielkości spółki, efekt wartości oraz efekt kontynuacji stóp zwrotu (*momentum effect*). Parametry modelu przyjęto na podstawie oszacowania przeprowadzonego przez Zarembę i pozostałych autorów w ich opracowaniu³ (Zaremba i in., 2019: 2039–2056). Przyjęcie modelu indeksowego i modelu czteroczynnikowego spełnia zasadę modelowania „od ogólnego do szczególnego”, szczegółowo opisaną w opracowaniu Gurgula (2006).

W pierwszej kolejności zbadano możliwość generowania nadwyżkowych stóp zwrotu przez portfele akcji, składających się ze spółek wypłacających dywidendę, ale różniących się okresem utrzymania akcji w portfelu. W tabeli 1 zamieszczono wyniki kalkulacji średnich nadwyżkowych stóp zwrotu „kup i trzymaj” (ABHAR) dla wszystkich wskazanych okresów utrzymania akcji w portfelu.

³ Wyniki analizy zostały umieszczone na stronie internetowej <http://adamzaremba.pl/downloadable-data/>, z której pobrano odpowiednie dane w ramach kalkulacji na potrzeby niniejszego opracowania.

Wyszczególniono również liczbę akcji utrzymywanych w portfelu dla danego horyzontu inwestycyjnego, poziom statystyki t-Studenta i wartość p oraz wskazano zmienne istotne statystycznie przy poziomie istotności wynoszącym 0,05.

Tabela 1. Średnie nadwyżkowe stopy zwrotu osiągnięte ze strategii „kup i trzymaj” z portfeli składających się z akcji spółek wypłacających dywidendę

	Model indeksowy							
	12 M	24 M	36M	48M	60M	72M	84M	96M
ABHAR	2,31%	8,51%	14,11%	25,12%	33,85%	21,21%	18,98%	18,12%
t-stat	(1,48)	(2,15)*	(2,78)*	(2,88)*	(2,38)*	(2,21)*	(1,71)	(1,47)
p-value	(0,16)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,06)	(0,12)
Odch.st.	0,58	1,48	1,68	2,85	3,11	2,51	2,69	2,34
Liczba zm.	1411	1276	1195	995	856	782	693	587
	Model czteroczynnikowy							
	12 M	24 M	36M	48M	60M	72M	84M	96M
ABHAR	7,85%	16,78%	22,11%	35,12%	51,05%	37,01%	34,21%	39,52%
t-stat	(4,01)*	(4,12)*	(4,38)*	(3,77)*	(3,89)*	(3,61)*	(3,35)*	(3,11)*
p-value	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Odch.st.	0,75	1,61	1,68	2,78	3,40	2,35	2,65	2,42
Liczba zm.	1411	1276	1195	995	856	782	693	587

* istotność statystyczna wyników na poziomie 0,05. Wartości podane w nawiasach dotyczą statystyki t-Studenta (oznaczonej jako t-stat) oraz wartości p (oznaczonej jako p-value). Szeregi obliczonych nadwyżkowych stóp zwrotu mają rozkład zbliżony do rozkładu normalnego, zgodnie z wynikami przeprowadzonego testu Shapiro-Wilka.

Źródło: opracowanie własne.

Jak pokazują wyniki przedstawione w tabeli 1, dla analizowanych okresów utrzymania poszczególnych akcji w portfelu uzyskano dodatnie średnie nadwyżkowe stopy zwrotu. W przypadku pierwszego modelu benchmarkowego statystycznie istotne średnie nadwyżkowe stopy zwrotu uzyskano po 24, 36, 48, 60 i 72 miesiącach utrzymania akcji w portfelu. Najwyższą średnią nadwyżkową stopę zwrotu uzyskano po 60 miesiącach utrzymania i wynosiła ona 33,85%. Średnie nadwyżkowe stopy zwrotu, obliczone dla modelu czteroczynnikowego, miały wartości dodatnie dla wszystkich okresów utrzymania akcji w portfelu. Obliczone średnie nadwyżkowe stopy zwrotu były ponadto istotne statystycznie w każdym z analizowanych horyzontów inwestycyjnych. Podobnie jak w przypadku pierwszego modelu benchmarkowego, również dla modelu czteroczynnikowego średnia nadwyżkowa stopa zwrotu była najwyższa w 60 miesiącu utrzymania akcji w portfelu i wynosiła 51,05%. Zauważyć można, że w okresie badawczym utworzenie portfela z akcji spółek wypłacających dywidendy i utrzymanie ich w portfelu w długim okresie czasu pozwala na osiągnięcie statystycznie istotnych dodatnich nadwyżkowych stóp zwrotu.

W drugiej części badania zweryfikowano możliwość generowania nadwyżkowych stóp zwrotu przez portfele akcji składające się ze spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które wypłacają dywidendę po raz pierwszy. W tabeli 2 zamieszczono wyniki kalkulacji średnich nadwyżkowych stóp zwrotu typu „kup i trzymaj” (ABHAR) dla wszystkich wskazanych okresów utrzymania akcji w portfelu.

Tabela 2. Średnie nadwyżkowe stopy zwrotu osiągnięte ze strategii typu „kup i trzymaj” z portfeli składających się z akcji spółek wypłacających dywidendę po raz pierwszy

	Model indeksowy							
	12 M	24 M	36M	48M	60M	72M	84M	96M
ABHAR	1,21%	-2,12%	2,71%	16,98%	10,12%	12,15%	14,98%	6,45%
t-stat	(0,31)	(-0,48)	(0,31)	(1,12)	(0,81)	(0,59)	(0,49)	(0,31)
p-value	(0,69)	(0,61)	(0,82)	(0,36)	(0,62)	(0,68)	(0,58)	(0,73)
Odch.st.	0,73	0,91	1,48	2,61	2,33	2,59	3,11	2,82
Liczba zm.	305	269	248	210	191	169	145	122
	Model czteroczynnikowy							
	12 M	24 M	36M	48M	60M	72M	84M	96M
ABHAR	10,12%	13,18%	15,69%	32,79%	35,12%	35,01%	34,15%	39,02%
t-stat	(2,26)*	(2,19)*	(1,51)	(2,11)*	(2,25)*	(1,43)	(1,12)	(1,22)
p-value	(0,02)	(0,03)	(0,13)	(0,04)	(0,03)	(0,19)	(0,24)	(0,15)
Odch.st.	0,81	0,92	1,58	2,67	2,89	3,13	2,99	3,10
Liczba zm.	305	269	232	192	172	169	145	122

* istotność statystyczna wyników na poziomie 0,05. Wartości podane w nawiasach dotyczą statystyki t-Studenta (oznaczonej jako t-stat) oraz wartości p (oznaczonej jako p-value). Szeregi obliczonych nadwyżkowych stóp zwrotu mają rozkład zbliżony do rozkładu normalnego, zgodnie z wynikami przeprowadzonego testu Shapiro-Wilka.

Źródło: opracowanie własne.

Dla analizowanych okresów utrzymania akcji w portfelu uzyskano zarówno dodatnie, jak i ujemne średnie nadwyżkowe stopy zwrotu w odniesieniu do modelu indeksowego. Osiągnięte średnie nadwyżkowe stopy zwrotu były jednak nieistotne ze statystycznego punktu widzenia. W przypadku modelu czteroczynnikowego, dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu osiągnięto dla każdego z okresów utrzymania akcji w portfelu. Statystyczną istotnością charakteryzowały się tylko stopy zwrotu osiągnięte po 12, 24, 48 i 60 miesiącach utrzymania akcji w portfelu. W przypadku drugiego modelu benchmarkowego, istotna statystycznie średnia nadwyżkowa stopa zwrotu była najwyższa w 60 miesiącu utrzymania akcji w portfelu i wynosiła 35,12%. Analizując wyniki badania należy stwierdzić, że uzyskane wyniki w sposób niejednoznaczny pozwalają na stwierdzenie możliwości osiągnięcia nadwyżkowych stóp zwrotu z akcji spółek inicjujących wypłatę

dywidendy. Osiągnięte nadwyżkowe stopy zwrotu były statystycznie istotne dla wybranych okresów utrzymania akcji w portfelu.

W trzeciej części badania sprawdzono możliwość generowania nadwyżkowych stóp zwrotu przez portfele akcji składające się ze spółek, które wznawiają wypłatę dywidendy. W tabeli 3 umieszczono wyniki obliczonych nadwyżkowych stopów zwrotu dla obu modeli benchmarkowych w poszczególnych okresach utrzymania akcji w portfelu.

Tabela 3. Średnie nadwyżkowe stopy zwrotu osiągnięte ze strategii typu „kup i trzymaj” z portfeli składających się z akcji spółek wznawiających wypłatę dywidendy

	Model indeksowy							
	12 M	24 M	36M	48M	60M	72M	84M	96M
ABHAR	3,63%	3,11%	8,51%	31,04%	32,31%	58,12%	71,01%	98,15%
t-stat	(0,82)	(0,46)	(1,02)	(2,01)*	(2,11)*	(1,81)	(1,41)	(1,45)
p-value	(0,41)	(0,78)	(0,31)	(0,05)	(0,05)	(0,10)	(0,19)	(0,18)
Odch.st.	0,45	0,58	0,78	0,89	1,35	1,78	2,58	2,29
Liczba zm.	78	59	51	46	38	26	18	15
	Model czteroczynnikowy							
	12 M	24 M	36M	48M	60M	72M	84M	96M
ABHAR	11,98%	7,89%	8,97%	36,12%	41,14%	69,89%	92,98%	112,19%
t-stat	(2,28)*	(1,01)	(0,78)	(2,34)*	(2,11)*	(1,69)	(1,46)	(1,61)
p-value	(0,02)	(0,35)	(0,51)	(0,02)	(0,03)	(0,12)	(0,19)	(0,15)
Odch.st.	0,69	0,61	0,69	0,95	1,33	1,86	2,51	2,42
Liczba zm.	78	59	51	46	38	26	18	15

* istotność statystyczna wyników na poziomie 0,05. Wartości podane w nawiasach dotyczą statystyki t-Studenta (oznaczonej jako t-stat) oraz wartości p (oznaczonej jako p-value). Szeregi obliczonych nadwyżkowych stóp zwrotu mają rozkład zbliżony do rozkładu normalnego, zgodnie z wynikami przeprowadzonego testu Shapiro-Wilka.

Źródło: opracowanie własne.

W badaniu uzyskano dodatkowo średnie nadwyżkowe stopy zwrotu dla pierwszego i drugiego modelu benchmarkowego. W przypadku modelu indeksowego, istotnością statystyczną charakteryzowała się tylko średnia nadwyżkowa stopa zwrotu osiągnięta w 48 i 60 miesiącu utrzymania akcji w portfelu i wynosiła ona odpowiednio 31,04% i 32,31%. W przypadku modelu czteroczynnikowego dodatkowo i istotnie statystycznie nadwyżkowe stopy zwrotu osiągnięto wyłącznie dla 12, 48 i 60 miesięcznego okresu utrzymania akcji w portfelu. Istotnie statystycznie średnie nadwyżkowe stopy zwrotu wynosiły odpowiednio 11,98% w 12 miesiącu utrzymania akcji w portfelu, 36,12% w 48 miesiącu utrzymania akcji w portfelu oraz 41,14% w 60 miesiącu utrzymania akcji w portfelu. Uzyskane wyniki w sposób niejednoznaczny pozwalają na stwierdzenie możliwości osiągnięcia nadwyż-

kowych stóp zwrotu w długim okresie z akcji spółek inicjujących wypłatę dywidendy. Osiągnięte nadwyżkowe stopy zwrotu w większości analizowanych przypadków były nieistotne statystycznie, jednakże dla wybranych okresów utrzymania akcji w portfelu otrzymano wyniki istotne ze statystycznego punktu widzenia (dla poziomu istotności 5%).

4. ROLA STOPY DYWIDENDY W KSZTAŁTOWANIU DŁUGOTERMINOWYCH STÓP ZWROTU

Ostatnia część przeprowadzonego badania sprowadzała się do zbadania roli, jaką odgrywa stopa dywidendy w kształtowaniu stóp zwrotu z akcji spółek notowanych na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W ramach tej części badania sprawdzano istotność objaśniania przekrojowej zmienności stóp zwrotu z akcji spółek publicznych poprzez wskaźnik stopy dywidendy, wykorzystując miernik zwany premią za stopę dywidendy⁴.

W przypadku przekrojowej analizy stóp zwrotu, rozpatrywano nadwyżkowe stopy zwrotu z portfeli posortowanych według stopy dywidendy. Sortowanie polegało na uszeregowaniu wszystkich spółek w każdym z miesięcy analizy według stopy dywidendy. Wskaźnik stopy dywidendy obliczono jako wartość dywidendy na akcję do ceny akcji z dnia wypłacenia dywidendy w roku poprzednim. Z tak posortowanego i ułożonego szeregu zmiennych utworzono pięć podgrup w oparciu o odpowiednie kwantyle. Pierwsza podgrupa składała się z akcji spółek niewypłacających dywidendę w poprzednim roku, dla których stopa dywidendy wynosiła 0 (spółki niewypłacające dywidendę w roku poprzednim). Odnosząc się do wartości wskaźnika stopy dywidendy, z pozostałych poszeregowanych danych utworzono kolejne cztery podgrupy, w których za punkty graniczne podziału przyjęto 25, 50 i 75 percentyl. W ostatnim kroku z utworzonych podgrup skonstruowano portfele akcji spółek, w których udziały poszczególnych akcji w portfelu równoważono. Dla skonstruowanych portfeli kalkulowano stopy zwrotu w poszczególnych okresach. W badaniu zastosowano metodę nadwyżkowych stóp zwrotu, gdzie aktywa bazowe stanowiły: ryzyko rynku akcji, czynnik wartości, czynnik wielkości i czynnik momentum. Owe cztery czynniki uwzględniane są przez wspomniany powyżej czteroczynnikowy model wyceny aktywów (Carhart, 1997). W badaniu dokonano oszacowania nadwyżkowych stóp zwrotu dla różnicy pomiędzy portfelami o najwyższej i zerowej stopie dywidendy. Dodatkowo w badaniu analizowano stopy zwrotu z portfeli zerokosztowych typu long/short. Portfele takie, w odniesieniu do poszczególnych wskaźników, zakładały inwestycje w portfel spółek o najwyższej stopie dywidendy, finansowany poprzez krótką sprzedaż akcji spółek nieplacących dywidendy oraz wypłacający

⁴ Miernik został opracowany i wykorzystany w badaniu nad rolą stopy dywidendy na rynkach Europy Środkowej i Wschodniej przeprowadzonym przez Zarembę i Konieczkę (2015: 857–877).

najniższe dywidendy (przy pominięciu kosztów transakcyjnych i finansowania). Obliczone nadwyżkowe stopy zwrotu zostały poddane weryfikacji statystycznej przy wykorzystaniu parametrycznego testu t-Studenta.

W tabeli 4 zamieszczono wyniki kalkulacji nadwyżkowych stóp zwrotu dla wyszczególnionych portfeli akcji, powstałych z posortowania szeregów zmiennych ze względu na stopę dywidendy. W tabeli wyszczególniono poziom statystyki t-Studenta i odchylenie standardowe, obliczone dla każdego z portfeli.

Tabela 4. Nadwyżkowe stopy zwrotu z portfeli posortowanych według stopy dywidendy

	bez DY	niski DY	2	3	wysoki DY	H-N	H-L
	Statystyka bazowa						
Średnia nadwyżkowa stopa zwrotu	0,71%	0,22%	0,35%	1,12%	1,29%	0,58%	1,07%
t-stat	(1,05)	(0,81)	(0,91)	(1,85)	(2,26)*	(1,61)	(1,29)
Odchylenie standardowe	8,52%	7,02%	8,14%	6,18%	6,12%	4,87%	4,22%

* istotność statystyczna wyników na poziomie 0,05. W tabeli podano wartości średniej oraz odchylenia standardowego dla nadwyżkowych stóp zwrotu z kwintyli portfeli posortowanych według stopy dywidendy (oznaczonej jako DY). Kolumna „bez DY” oznacza portfel akcji spółek niewypłacających dywidendy. „H-N” i „H-L” oznaczają portfele o zerowym koszcie, z pozycją długą w „wysokim DY” oraz krótką w odpowiednio „bez DY” i „niskim DY”. Wartości podane w nawiasach dotyczą statystyki t-Studenta (oznaczonej jako t-stat).

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli przedstawiono podsumowanie statystyk portfeli posortowanych pojedynczo według stopy dywidendy oznaczonej jako DY. Średnia nadwyżkowa stopa zwrotu z akcji spółek charakteryzujących się najwyższą stopą dywidendy wyniosła 1,29%, natomiast z akcji o najniższej stopie dywidendy 0,22%. Średnia nadwyżkowa stopa zwrotu z akcji spółek, które nie wypłacają dywidendy wynosiła 0,71% i była wyższa od nadwyżkowej stopy zwrotu z kwintyla akcji spółek o najniższej stopie dywidendy. Należy podkreślić, że portfel akcji spółek niewypłacających dywidendy składał się w większości z małych spółek o niskiej kapitalizacji rynkowej. Uzyskany wysoki wynik można częściowo wytłumaczyć efektem małych spółek. Analizując poziom odchylenia standardowego można stwierdzić, że portfele akcji spółek o wysokich wskaźnikach stopy dywidendy są mniej ryzykowne od akcji spółek niewypłacających dywidendy. Średnia różnica między nadwyżkowymi stopami zwrotu z akcji spółek wypłacających najwyższe i najniższe dywidendy wyniosła 1,07%. Natomiast różnica pomiędzy portfelem akcji spółek o najwyższej stopie dywidendy i spółek niedywidendowych wynosiła 0,58%.

Obliczone różnice pomiędzy nadwyżkowymi stopami zwrotu nie były jednak statystycznie istotne. Uzyskane wyniki wskazują na występowanie dla polskiego rynku akcji wysokiej premii za stopę dywidendy. W ramach przeprowadzonego testu tylko nadwyżkowe stopu zwrotu dla portfela akcji spółek o najwyższej stopie dywidendy charakteryzowały się statystyczną istotnością. Można więc stwierdzić, że w przeprowadzonym badaniu wykryto znaczącą premię za stopę dywidendy, gdyż portfele złożone z akcji spółek o wysokim wskaźniku stopy dywidendy osiągały statystycznie istotne nadwyżkowe stopy zwrotu.

PODSUMOWANIE

Przeprowadzane badanie empiryczne pozwoliło na określenie możliwości osiągnięcia nadwyżkowych stóp zwrotu z inwestycji w portfele składające się z akcji spółek dywidendowych. Wyniki uzyskane w przeprowadzonych badaniach pokazują pozytywny wpływ dywidendy na wyceny spółek publicznych w długim okresie. Inwestycja w portfel akcji spółek wypłacających dywidendy daje możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim okresie. Ponadto portfele akcji spółek inicjujących i wznowiających wypłaty dywidendy pozwalają na osiągnięcie dodatnich nadwyżkowych stóp zwrotu w długim okresie, jednakże osiągnięte stopy zwrotu są statystycznie istotne tylko dla wybranych okresów utrzymania akcji w portfelu. Przeprowadzone badanie pozwoliło również na potwierdzenie możliwości osiągnięcia w długim terminie nadwyżkowych stóp zwrotu z akcji spółek o wysokiej stopie dywidendy.

Osiągnięte w ramach badania wyniki są zgodne z wynikami badań przeprowadzonych dla rozwiniętych rynków akcji w zakresie kierunku zmian kursów akcji po ogłoszeniu decyzji w zakresie dywidendy. Wyniki badania potwierdzają w szczególności przesłanki płynące z teorii sygnalizowania dywidendami.

Wnioski wyciągnięte z przeprowadzonego badania cechują się jednakże kilkoma ograniczeniami. Po pierwsze, w odniesieniu do spółek dywidendowych nie zbadano stałości stosowanej polityki dywidendy w czasie. Po drugie, w ramach badania nie wzięto pod uwagę pozostałych rynków giełdowych prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Uwzględnienie powyższych ograniczeń badawczych wpłynąć może na osiągnięte wyniki badawcze oraz wnioski z przeprowadzonego badania.

BIBLIOGRAFIA

- Abarbanell, J.S. i Bushee, B.J. (1998). Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *The Accounting Review*, 73(1), ss. 19–45.
- Aharony, J. i Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), ss. 1–12.

- Amihud, Y. i Murgia, M. (1997). Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance*, 52(1), ss. 397–408.
- Ang, A. i Bekaert, G. (2007). Stock Return Predictability: Is It There? *Review of Financial Studies*, 20, ss. 651–707.
- ap Gwilym, O., McManus, I.D. i Thomas, S. (2005). Dividend Yield Investment Strategies, the Payout Ratio and Zero-Dividend Stocks. *The Journal of Investing*, 14(4), ss. 69–74.
- Asquith, P. i Mullins, D.W. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *The Journal of Business*, 56(1), ss. 77–96.
- Baker, M. i Wurgler, J. (2016). Dividends as Reference Points: A Behavioral Signaling Approach. *The Review of Financial Studies*, 29(3), p. 697–738.
- Benartzi, S., Michaely, R. i Thaler, R.H. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52(3), ss. 1007–1034.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), ss. 259–270.
- Black, F. i Scholes, M.S. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), ss. 1–22.
- Boehme, R.D. i Sorescu, S.M. (2002). The Long-Run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction or Product of Chance? *The Journal of Finance*, 57(2), ss. 871–900.
- Brzeszczyński, J. i Gajdka, J. (2007). Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *International Advances in Economic Research*, 13(3), p. 285–300.
- Campbell, J.Y. i Shiller, R.J. (1988a). Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends. *Journal of Finance*, 13(3), ss. 661–676.
- Campbell, J.Y. i Shiller, R.J. (1988b). The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors. *Review of Financial Studies*, 1(3), ss. 195–227.
- Carhart, M.M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), ss. 57–82.
- Chen, S.-S., Chou, R. i Lee, Y.-C. (2014). The long-term performance following dividend initiations and resumptions revisited. *Journal of Economics and Finance*, 38(4), ss. 643–657.
- Chui, A.C., Titman, S. i Wei, K.J. (2010). Individualism and Momentum Around the World. *The Journal of Finance*, 65(1), ss. 361–392.
- Cochran, S., DeFina, R. i Mills, L. (1993). International Evidence on the Predictability of Stock Returns. *Financial Review*, 28(2), ss. 159–180.
- Czapiewski, L. i Kubiak, J. (2017). Reakcja inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2(86), ss. 47–58.
- Czekaj, J. (2014). *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce z perspektywy dwudziestolecia*. Warszawa: PWE.
- De Moor, L. i Sercu, P. (2013). The smallest firm effect: An international study. *Journal of International Money and Finance*, 32, ss. 129–155.
- Fama, E.F. i French, K. (1988). Dividend Yields and Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 22, ss. 3–26.
- Fama, E.F. i MacBeth, J.D. (1973). Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *The Journal of Political Economy*, 81(3), ss. 607–636.
- Frasyniuk-Pietrzyk, M. i 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(45), ss. 119–128.
- Gnap, M. (2022). Market reactions to dividends announcements: evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 84(2), ss. 193–207.
- Goetzmann, W.N. i Jorion, P. (1993). Testing the Predictive Power of Dividend Yields. *Journal of Finance*, 48(2), ss. 663–679.

- Goyal, A. i Welch, I. (2003). The Myth of Predictability: Does the Dividend Yield Forecast the Equity Premium? *Management Science*, 49(5), ss. 639–654.
- Gurgul, H. (2006). *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*. Wydanie pierwsze ed. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Gurgul, H. i Majdosz, P. (2005). Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market. *Badania Operacyjne i Decyzje*, 1, ss. 25–41.
- Healy, P.M. i Palepu, K.G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, 21(2), ss. 149–175.
- Każmierska-Jóźwiak, B. (2017). Reakcja rynku kapitałowego na inicjowanie dywidend na rynku polskim. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 22, ss. 109–118.
- Khan, M. (2011). Conceptual Foundations of Capital Market Anomalies. In: L. Zacks, ed., *The Handbook of Equity Market Anomalies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., ss. 1–22.
- Kyriazis, D. i Diacogiannis, G. (2007). Testing the performance of value strategies in the Athens Stock Exchange. *Applied Financial Economics*, 17(18), ss. 1511–1528.
- Lev, B. i Thiagarajan, R. (1993). Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), ss. 190–215.
- Lewellen, J. (2004). Predicting Returns with Financial Ratios. *Journal of Financial Economics*, 74, ss. 209–235.
- Lewellen, J. (2011). Institutional investors and the limits of arbitrage. *Journal of Financial Economics*, 102, ss. 62–80.
- Lewellen, J. (2015). The cross section of expected stock returns. *Critical Finance Review*, 4, ss. 1–44.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), ss. 13–37.
- Litzenberger, R.H. i Ramaswamy, K. (1979). The effects of dividends on common stock price: tax effects or information effects? *Journal of Finance*, 37(2), ss. 429–443.
- Lyn, E. i Zyowisch, E. (2004). Predicting stock returns in the developing markets of Eastern Europe. *Journal of Investing*, 13(2), ss. 63–71.
- McInish, T.H., Ding, D.K., Pyun, C.S. i Wongchoti, U. (2008). Short-horizon contrarian and momentum strategies in Asian markets: An integrated analysis. *International Review of Financial Analysis*, 17(2), ss. 312–329.
- Mei, J. (1992). Explaining the Cross-Section of Returns Via a Multi-factor APT Model. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), ss. 331–345.
- Michael, R., Thaler, R.H. i Womack, K. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*, 50(2), ss. 573–608.
- Morgan, G. i Thomas, S. (1998). Taxes, dividend yields and returns in the UK equity market. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), ss. 405–423.
- Perepeczo, A. (2013). Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 323, ss. 253–264.
- Raja, N. i Tajir, A. (2014). Impact of Dividend Policy on Shareholder Wealth. *IOSR Journal of Business and Management*, 16(1), ss. 24–33.
- Rouwenhorst, G.K. (1999). Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets. *The Journal of Finance*, 54(4), ss. 1439–1464.
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), ss. 23–40.
- Skinner, D.J. i Soltes, E.F. (2009). What Do Dividends Tell Us about Earnings Quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), ss. 1–28.

- Słoński, T. i 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*, 1(46), ss. 125–135.
- Słoński, T. i Zawadzki, B. (2012b). The impact of a surprise dividend increase on a stock's performance – the analysis of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. *Operations Research and Decisions*, 22(2), ss. 46–54.
- Talmor, E. (1981). Assymetric information, signaling and optimal corporate financial decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(4), ss. 413–435.
- Tuzimek, R. (2012). Wpływ wypłat dywidendy na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 254, ss. 333–346.
- Visscher, S. i Filbeck, G. (2003). Dividend-Yield Strategies in the Canadian Stock Market. *Financial Analysts Journal*, 59(1), ss. 99–106.
- Zaremba, A., Czapkiewicz, A., Szczygielski, J.J. i Kaganov, V. (2019). An Application of Factor Pricing Models to the Polish Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 9(55), ss. 2039–2056.
- Zaremba, A. i Konieczka, P. (2015). Znaczenie stopy dywidendy w optymalizacji portfela akcji na rynku Europy Środkowo-Wschodniej. *Ekonomista*, 6, ss. 857–877.
- Żyła, M. (2018). Teoria sygnalizacji w polityce dywidend na przykładzie spółek notowanych na NewConnect. *Ekonomia XXI Wieku*, 4(20), ss. 100–117.

DECYZJE W ZAKRESIE DYWIDENDY A DŁUGOTERMINOWE STOPY ZWROTU. PRZYPADK POLSKIEGO RYNKU AKCJI

Cel artykułu. Celem niniejszego opracowania było zbadanie jak decyzje podejmowane przez walne zgromadzenia akcjonariuszy w zakresie dywidendy wpływają na kształtowanie się notowań akcji spółek publicznych w Polsce w perspektywie długoterminowej.

Metoda badawcza. W ramach badania przeprowadzono analizę wpływu decyzji dywidendowych na kształtowanie się długoterminowych stóp zwrotu z akcji przy wykorzystaniu metody kalkulacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu „kup i trzymaj” (*buy-and-hold abnormal returns approach*). Ponadto zbadano rolę wskaźnika stopy dywidendy w kształtowaniu się przekrojowej zmienności stóp zwrotu. Przeprowadzone badanie odnosiło się do spółek publicznych notowanych na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wyniki badań. Wyniki badania można podsumować następująco. Po pierwsze, przeprowadzane badanie empiryczne pozwoliło na określenie możliwości osiągnięcia nadwyżkowych stóp zwrotu z inwestycji w portfele składające się z akcji spółek dywidendowych. Uzyskane wyniki pokazują pozytywny wpływ decyzji dywidendowych na wyceny spółek publicznych w długim okresie utrzymania akcji w portfelu. Portfele akcji spółek inicjujących i wznowiających wypłaty dywidendy pozwalają na osiągnięcie dodatknych nadwyżkowych stóp zwrotu w długim okresie, jednakże osiągnane stopy zwrotu są statystycznie istotne tylko dla wybranych okresów utrzymania akcji w portfelu. Po drugie, przeprowadzone badanie przekrojowych stóp zwrotu pozwoliło na potwierdzenie możliwości osiągnięcia w długim terminie nadwyżkowych stóp zwrotu z akcji spółek publicznych o wysokiej stopie dywidendy. Osiągnięte w ramach badania wyniki są zgodne z wynikami badań prowadzonych dla rozwiniętych rynków akcji w zakresie kierunku zmian kursów akcji po ogłoszeniu decyzji w zakresie dywidendy. Przeprowadzone badania

rozszerzają prowadzone dla polskiego rynku akcji rozważania w zakresie wpływu decyzji dywidendowych na stopy zwrotu akcji poprzez uwzględnienie w analizie długiego okresu.

Słowa kluczowe: dywidenda, spółki publiczne, rynek akcji, długoterminowe stopy zwrotu.

JEL Class: G100, G140, G350.

Zakończenie recenzji/ End of review: 12.02.2024

Przyjęto/Accepted: 21.03.2024

Opublikowano/Published: 28.03.2024