

Przemysław Konieczka*

Adam Szyszka**

Teoria karmienia dywidendami na rynku amerykańskim

Wstęp

Fama i French [Fama, French, 2001, s. 67-69] zaobserwowali, że od 1960 r. udział spółek wypłacających dywidendy w populacji spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych systematycznie maleje. Baker i Wurgler [Baker, Wurgler, 2004a, 2004b, 2012] zasugerowali, że inicjowanie lub brak wypłaty dywidend przez spółki wynika z dostosowywania się menedżerów do okresowych zmian w preferencjach inwestorów. Zaproponowana przez nich teoria karmienia dywidendami (ang. *catering theory*), zainspirowana pracą Longa [Long, 1978], głosi, że racjonalni menedżerowie firm przystosowują politykę dywidendową do zmieniających się preferencji niekoniecznie racjonalnych inwestorów. Wahania w preferencjach graczy giełdowych wyrażają się w okresowych zmianach relatywnej wyceny spółek dywidendowych i niedywidendowych. Inaczej mówiąc, nastroje inwestorów, a co za tym idzie, popyt na akcje spółek dywidendowych zmieniają się w czasie, powodując różnice w relatywnej wycenie spółek płacących i niepłacących dywidend. Do zdeterminowania relatywnej wyceny spółek płacących i niepłacących dywidend Baker i Wurgler używają miernika *ex ante* nazwanego przez nich premią za dywidendę (ang. *dividend premium*). Miernik ten określany jest jako różnica pomiędzy średnią wartością wskaźnika kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej kapitałów własnych (MV/BV) spółek wypłacających dywidendy i spółek niewypłacających dywidend. Baker i Wurgler stwierdzili, że menedżerowie inicjują wypłatę dywidendy w przypadku, gdy akcje spółek wypłacających dywidendy są wyceniane z wysoką premią w stosunku do

* Doktorant, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, przemyslaw.konieczka@doktorant.sgh.waw.pl, Al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa

** Prof. nadzw., Katedra Rynków Kapitałowych, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, aszysz1@sgh.waw.pl, Al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa

akcji spółek niewypłacających dywidend. Ponieważ jednak na przestrzeni ostatnich kilku dekad spółki dywidendowe cieszą się coraz mniejszą premią w relatywnej wycenie, zdaniem Bakera i Wurglera stanowi to powód, dla którego systematycznie maleje odsetek spółek płacących dywidendy na rynku amerykańskim.

Ali i Urcan [Ali, Urcan, 2006], Hsieh i Wang [Hsieh, Wang, 2006], Twu i Shen [Twu, Shen, 2006], Kale i inni [Kale i inni, 2006] oraz Neves i inni [Neves i inni, 2006] potwierdzili, że występujące wśród menadżerów bodźce wywodzące się z teorii karmienia dywidendami wyjaśniają malejącą skłonność do wypłaty dywidend wśród amerykańskich spółek giełdowych. Z drugiej strony, Julio i Ikenberry [Julio, Ikenberry, 2004] oraz Hoberg i Prabhala [Hoberg, Prabhala, 2009] nie znaleźli jednak dowodów na występowanie wśród menadżerów bodźców wywodzących się z teorii karmienia dywidendami.

Celem niniejszej pracy jest weryfikacja założeń płynących z teorii karmienia dywidendami w odniesieniu do rynku amerykańskiego — wpisuje się ona w toczącą się dyskusję i wnosi do niej nowy wkład na kilka sposobów.

Po pierwsze, zainspirowani argumentacją Famy i Frencha [Fama, French, 2001], że populacja spółek publicznych na rynku amerykańskim składa się z coraz większego odsetka firm małych, wyłączamy z naszych badań spółki o kapitalizacji rynkowej poniżej 100 milionów dolarów oraz generujące zysk netto mniejszy niż 10 milionów dolarów. Jesteśmy przekonani, że tak małe firmy — jak na warunki amerykańskie — mają ograniczoną zdolność do prowadzenia aktywnej polityki dywidendowej nakierowanej na okresowe zmiany w preferencjach inwestorów, a jednocześnie są bardziej podatne na różnorakie inne czynniki rzutujące na poziom ich notowań. Jako że małe firmy stanowią z roku na rok coraz większy odsetek notowanych spółek, istnieje prawdopodobieństwo, iż zakłócają one obraz w badaniach nad teorią karmienia dywidendami.

Po drugie, przyjęliśmy, że menedżerowie spółek niewypłacających dywidend potrzebują czasu, aby zaobserwować i zareagować na różnicę w wycenie spółek wypłacających i niewypłacających dywidend oraz żeby zainicjować wypłatę dywidendy w ich spółkach. Stąd, wysokość premii za dywidendę w danym roku wpływa na decyzje o inicjacji wypłat dywidend przez kolejne spółki dopiero w roku kolejnym.

Po trzecie, nasze badania uwzględniają również wpływ ogólnej koniunktury rynkowej na politykę dywidend. Zdefiniowaną przez Bakera

i Wurglera premię za dywidendę traktujemy jako swego rodzaju miarę nastawienia inwestorów do ryzykownych spółek niepłacących dywidendy w okresach rośnięcia bańki spekulacyjnej oraz do bezpiecznych spółek dywidendowych w okresach kryzysów. Motywowani pracą Fullera i Goldsteina [Fuller, Goldstein, 2011], sprawdzamy zatem, czy w okresie dekonjunktury na rynku kapitałowym rośnie odsetek spółek płacących dywidendy.

Pozostała część artykułu zorganizowana jest w następujący sposób. W kolejnym punkcie przedstawiamy metodologię badania i szczegółowy opis próby. Punkt trzeci zawiera prezentację wyników wraz z dyskusją. W zakończeniu zawarliśmy podsumowanie głównych ustaleń, ograniczenia naszych badań, a także postulaty do dalszych prac.

1. Metodologia badania i opis próby

Głównej hipotezie badawczej nadałmy następujące brzmienie: H0: Menedżerowie spółek publicznych dostosowują swoje decyzje o wypłacie dywidend do bieżących preferencji inwestorów. W ramach badania sformułowaliśmy również szczegółowe hipotezy cząstkowe. Pierwsza ze sformułowanych hipotez cząstkowych brzmi (H0A): W przypadku, gdy spółki płacące dywidendy są okresowo relatywnie wyżej wyceniane przez rynek niż spółki niepłacące, będzie to stanowić sygnał dla spółek niepłacących dywidend do zainicjowania wypłat dywidendy. W ramach tak sformułowanej hipotezy zawarliśmy wnioski płynące bezpośrednio z przytoczonej teorii karmienia dywidendami.

Druga hipoteza cząstkowa brzmi (H0B): W okresach dekonjunktury na rynku giełdowym wzrasta relatywna wycena spółek dywidendowych. Druga hipoteza cząstkowa traktuje zdefiniowaną przez Bakera i Wurglera premię za dywidendę, jako swego rodzaju odzwierciedlenie nastrojów inwestorów i ich nastawienia do ryzykownych spółek niepłacących dywidendy w okresach narastania bańki spekulacyjnej oraz preferencji bezpiecznych spółek dywidendowych w okresach kryzysów.

Trzeciej hipotezie cząstkowej nadano brzmienie (H0C): W okresach dekonjunktury na rynku giełdowym wzrasta odsetek spółek wypłacających dywidendy. Ostatnia hipoteza wynika z potencjalnej reakcji racjonalnych menadżerów na zmiany rynkowe w przypadku, gdyby za prawdziwą uznać drugą hipotezę cząstkową.

Hipotezy alternatywne otrzymały stosowne brzmienie odwrotne do zdefiniowanych hipotez zerowych.

W ramach badania dokonaliśmy przeglądu polityk dywidendowych amerykańskich spółek giełdowych w okresie od 1983 do 2011 r. Próba badawcza została wybrana spośród 7393 podmiotów notowanych na giełdach AMEX, NASDAQ oraz NYSE. W ramach okresu badawczego wybraliśmy spółki publiczne o kapitalizacji rynkowej powyżej 100 mln dolarów oraz spółki, które w danym roku osiągnęły co najmniej 10 mln dolarów zysku netto. Zastosowanie powyższych kryteriów selekcji spowodowało ograniczenie próby badawczej ostatecznie do 2226 spółek.

W każdym roku okresu badawczego badaną populację spółek podzielono na dwie grupy: (1) portfel spółek wypłacających w danym roku dywidendy, (2) portfel spółek niewypłacających w danym roku dywidend. Podział próby na dwa portfele pod względem polityki dywidendowej dał nam możliwość na określenie odsetka spółek wypłacających i niewypłacających dywidend w danym okresie.

W ślad za metodologią Bakera i Wurglera [Baker, Wurgler, 2004a], dla każdej ze spółek wchodzących w skład określonych portfeli wyznaczyliśmy wartości wskaźnika MV/BV . W celu uniknięcia wpływu efektu kalendarzowego¹, obliczenia poziomów wskaźników MV/BV dla poszczególnych spółek w kolejnych latach wykorzystaliśmy dane finansowe na koniec półrocza. Następnie obliczyliśmy średnie arytmetyczne wartość wskaźnika MV/BV dla portfeli spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy w poszczególnych latach okresu badawczego. W celu weryfikacji postawionych hipotez badawczych wyznaczyliśmy szereg czasowy premii za dywidendę. Relatywną zmianę wyceny premii za dywidendę wyznaczyliśmy jako różnicę premii w danym i poprzednim roku. Założyliśmy, że menedżerowie spółek niewypłacających dywidendy potrzebują okresu pełnego roku, aby zaobserwować i zareagować na różnicę w wycenie spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy oraz żeby zainicjować wypłatę dywidendy ich spółki. Weryfikowaliśmy korelację statystyczną pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w następnym roku.

Weryfikacji drugiej i trzeciej z hipotez cząstkowych dokonaliśmy dla okresów, w których występowała dekonjunktura na rynku giełdowym w Stanach Zjednoczonych. Okresy dekonjunktury wyznaczono, odwołu-

¹ Zob. [Hansen i inni, 2005; Szyszka, 2007, 2009], gdzie zaprezentowany jest przegląd możliwych efektów kalendarzowych i ich wpływu na notowania akcji spółek publicznych.

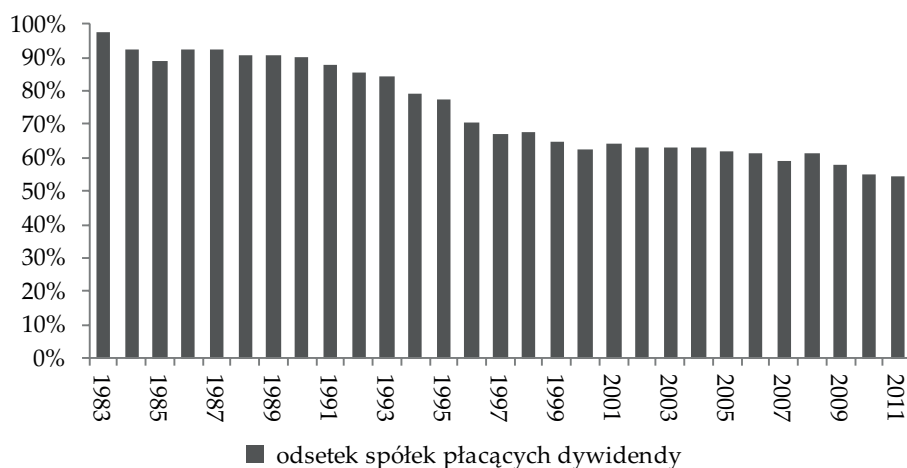
jąc się do rocznej stopy zwrotu z indeksu giełdowego S&P500. Przyjęto, że dany rok kwalifikuje się do zaliczenia do okresu dekonjunktury, jeżeli zmiana indeksu była ujemna lub wartość stopy zwrotu była w danym roku bliska zeru i dużo niższa w stosunku do stopy zwrotu z indeksu w poprzednim okresie.

2. Wyniki badania i dyskusja

Jak wspomniano we wstępie, Fama i French, prowadząc badania nad polityką dywidend spółek publicznych, zaobserwowali malejący odsetek spółek wypłacających dywidendy w populacji spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych od 1960 r. Zauważoną tendencję malejącego odsetka spółek wypłacających dywidendy częściowo tłumaczyli zmianą charakteru populacji spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych. Stwierdzili, że mniejszy udział spółek wypłacających dywidendy w populacji spółek publicznych, spowodowany jest zwiększeniem liczby notowanych małych podmiotów o niskiej zyskowności i dużym potencjale wzrostu, które nie są skłonne do wypłat dywidend na rzecz akcjonariuszy.

Po odrzuceniu z próby spółek publicznych o niskiej kapitalizacji i zyskowności, również zaobserwowaliśmy malejący odsetek firm wypłacających dywidendy w latach 1983-2011. Nasze obserwacje potwierdzają badania prowadzone w tym zakresie przez Famę i Frencha oraz przez innych badaczy. Niemniej, wykluczenie z próby spółek najmniejszych oraz

Rysunek 1. Udział spółek wypłacających dywidendy w próbie badawczej



Źródło: Opracowanie własne.

najmniej dochodowych spowodowało, że odsetek spółek płacących dywidendy jest wyraźnie wyższy niż w badaniach Famy i Frencha. Tendencja spadkowa na przestrzeni czasu jest jednak nadal widoczna. Może to zatem sugerować, że malejący odsetek spółek wypłacających dywidendy wynika również z innych czynników niż tylko zmiana struktury populacji spółek publicznych na rzecz małych podmiotów, a to z kolei staje się kolejnym argumentem na rzecz hipotezy karmienia dywidendami.

W ramach wyznaczonej próby badawczej odsetek spółek wypłacających dywidendy w 1983 r. wynosił 98%, a w 2011 r. już tylko około 55%. Spółki wypłacające dywidendy w 2011 r. odpowiadały jednak za ponad 74% kapitalizacji rynkowej całej próby badawczej (zobacz rysunek 1).

Największy odsetek spółek płacących dywidendy w 2011 r. występował w ramach sektora spółek użyteczności publicznej (95% spółek z sektora) oraz w ramach sektora finansowego (83% spółek z sektora). Sektorami o najmniejszym udziale spółek dywidendowych były sektor informatyczny oraz sektor służby zdrowia.

Tablica 1 prezentuje również wartości współczynnika beta dla portfeli sektorowych spółek wypłacających dywidendy w ramach próby badaw-

Tablica 1. Odsetek spółek płacących dywidendy w próbie 2226 amerykańskich spółek giełdowych według sektorów działalności w 2011 r.

Sektor	Odsetek spółek dywidendowych	Średnia beta
Dobra luksusowe	42%	1,48
Dobra konsumpcyjne	58%	0,82
Energetyka	60%	1,15
Finansowy	83%	1,11
Służba zdrowia	28%	0,97
Przemysł	55%	1,37
Informatyczny	27%	1,34
Materiałowy	65%	1,52
Usługi telekomunikacyjne	50%	0,97
Użyteczności publicznej	95%	0,54

Źródło: Opracowanie własne.

czej w 2011 roku. Portfel spółek płacących dywidendy w ramach sektora użyteczności publicznej charakteryzował się najniższą wartością współczynnika beta w próbie na poziomie 0,54. Sektor informatyczny charakteryzował się jedną z wyższych wartości współczynnika beta na poziomie 1,34, w ramach próby spółek płacących dywidendy.

Średnia wartość współczynnika beta dla portfela spółek wypłacających dywidendy wynosiła w okresie badawczym 1,07. W przypadku portfela spółek niewypłacających dywidend, średnia beta portfela w okresie badawczym wynosiła 1,33.

Wykorzystane w ramach badania portfele spółek wypłacających dywidendy charakteryzowały się średnią logarytmiczną stopą zwrotu (uwzględniającą wypłatę dywidendy) w latach 1983-2011 na poziomie 15,1%. Portfel spółek niewypłacających dywidend charakteryzował się natomiast średnią logarytmiczną stopą zwrotu na poziomie 18,2%. Skumulowana logarytmiczna stopa z zwrotu z portfela spółek dywidendowych (uwzględniająca wypłacane dywidendy) za lata 1983-2011 wynosiła 452%. W przypadku portfela spółek niedywidendowych, skumulowana logarytmiczna stopa zwrotu z tegoż portfela za lata 1983-2011 wynosiła 547%. Po uwzględnieniu różnic w poziomie współczynników beta, portfel spółek dywidendowych wypada jednak nieznacznie korzystniej niż portfel spółek niedywidendowych pod względem wygenerowanych stóp zwrotu.

Kapitalizacja portfela spółek dywidendowych, jego średnia beta oraz stopa zwrotu, potwierdza, że za pojęciem „spółki dywidendowe”, kryją się zazwyczaj duże podmioty, o bardzo dobrej sytuacji finansowej, działające w mało ryzykownej branży, ale charakteryzujące się przy tym mniejszymi osiąganymi stopami zwrotu. Za spółki niewypłacające dywidendy postrzegać możemy te należące do grupy małych i średnich przedsiębiorstw, o wyższym ryzyku działalności oraz wyższych stopach zwrotu.

W okresie badawczym średnia wartość wskaźnika MV/BV dla portfela spółek dywidendowych wynosiła 3,7. W przypadku portfela spółek niewypłacających dywidend średnia wartość wskaźnika MV/BV wynosiła 2,2. Średnia wartość premii za dywidendę dla tego okresu wynosiła 1,5. W tabelicy 2 przedstawiono wartość premii za dywidendę dla poszczególnych lat okresu badawczego dla określonej próby badawczej.

W poszczególnych latach analizowanego okresu 1983-2011 obserwuje się co prawda istotne wahania w poziomie premii za dywidendę: od

Tablica 2. Premia za dywidendę (tj. różnica między średnimi wartościami wskaźników MV/BV dla portfela spółek dywidendowych i niedywidendowych) w próbie badawczej 2226 amerykańskich spółek giełdowych

Rok	Premia za dywidendę	Rok	Premia za dywidendę
1983	2,77	1998	1,70
1984	1,69	1999	0,86
1985	2,00	2000	0,41
1986	2,58	2001	0,93
1987	2,71	2002	0,94
1988	2,20	2003	1,17
1989	2,19	2004	0,88
1990	2,40	2005	1,22
1991	2,13	2006	0,70
1992	1,96	2007	3,33
1993	2,60	2008	0,97
1994	1,73	2009	0,85
1995	1,40	2010	0,34
1996	0,67	2011	-0,25
1997	1,00		

Źródło: Opracowanie własne.

-0,25 do 3,33. Niemniej, na przestrzeni ostatnich trzech dekad generalnie można zauważyć tendencję spadkową wysokości premii za dywidendę. Warto podkreślić, że w 2011 r. w naszej próbie spółek po raz pierwszy zanotowaliśmy ujemną wartość premii za dywidendę (tablica 2). Oznacza to, że przeciętnie w tym roku spółki płacące dywidendy były relatywnie gorzej wyceniane niż spółki niepłacące dywidend.

Zdaniem Bakera i Wurglera to właśnie spadek premii za dywidendę stanowi istotną przyczynę konsekwentnie zmniejszającego się odsetka firm wypłacających dywidendy na rynku giełdowym w Stanach Zjednoczonych. Z kolei wahania poziomu premii za dywidendę mają odpowiadać zmiennym nastrojom wśród inwestorów. Innymi słowy, choć w poszczególnych latach inwestorzy z różnym natężeniem preferują spółki

dywidendowe, to jednak na przestrzeni lat coraz mniejszą wagę przywiązują do dywidend, a co za tym idzie, coraz mniejszą premię w wycenie są skłonni przypisywać spółkom płacącym dywidendy. W odpowiedzi na tak zmieniające się preferencje inwestorów, coraz mniej spółek decyduje się na wypłaty dywidend.

Weryfikując hipotezy cząstkowe sformułowane w drugim punkcie niniejszego artykułu, posługiwaliśmy się zależnością pomiędzy szeregami czasowymi, wyrażoną poprzez współczynnik korelacji liniowej. Następnie badaliśmy statystyczną istotność korelacji pomiędzy szeregami czasowymi. Weryfikując hipotezy cząstkowe, badaliśmy istotność statystyczną korelacji: (1) pomiędzy względną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy w następnym roku – hipoteza H0A, (2) pomiędzy względną zmianą premii za dywidendę oraz stopą zwrotu z indeksu S&P500 – hipoteza H0B, (3) pomiędzy względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy a stopą zwrotu z indeksu S&P500 – hipoteza H0C.

W tabelicy 3 dla poszczególnych hipotez prezentujemy poziomy współczynników korelacji p pomiędzy określonymi zmiennymi, wartości statystyk t oraz prawdopodobieństw p , weryfikując statystyczną istotność odpowiednio na poziomach istotności $\alpha = 0,05$ oraz $\alpha = 0,1$.

Tabela 3. Weryfikacja statystycznej istotności korelacji pomiędzy zdefiniowanymi szeregami zmiennymi

Hipoteza	Wsp. korelacji p	Statystyka t	p -value
H0A	0,44*	2,46	0,02
H0B	0,43**	1,25	0,25
H0C	-0,59***	-1,97	0,09

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

** brak istotności statystycznej

*** istotność statystyczna na poziomie istotności $\alpha = 0,1$

Źródło: Opracowanie własne.

Współczynnik korelacji pomiędzy zmiennymi zdefiniowanymi dla weryfikacji pierwszej hipotezy cząstkowej kształtował się na poziomie 0,44. Korelacja pomiędzy względną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy jest statystycznie istotna dla poziomu istotności $\alpha = 0,05$. Istotna statystycznie zależność potwierdza hipotezę, że menedżerowie dostosowują

Tablica 4. Okresy dekonstrukcji na rynkach akcji w Stanach Zjednoczonych

Rok	Stopa zwrotu z indeksu S&P500
1984	1,4%
1987	2,0%
1990	-6,8%
1994	1,3%
2000	-9,1%
2001	-11,9%
2002	-22,1%
2008	-37,0%
2011	2,1%

Źródło: Opracowanie własne.

wują swoją politykę wypłaty dywidend do zmieniających się preferencji inwestorów zgodnie z założeniami teorii karmienia dywidendami Bakkera i Wurglera. Menedżerowie spółek niedywidendowych, obserwując, że spółki wypłacające dywidendę są okresowo wyżej wyceniane przez rynek, dostosowują swoją politykę dywidendową do aktualnych preferencji inwestorów i inicjują wypłatę dywidendy.

Weryfikując hipotezy cząstkowe H0B i H0C, określiliśmy lata występowania dekonstrukcji na rynku akcji w analizowanym okresie badawczym zgodnie z kryteriami wymienionymi w punkcie 2. W tablicy 4 prezentujemy lata zdefiniowane jako okresy dekonstrukcji na rynku giełdowym w Stanach Zjednoczonych oraz stopy zwrotu z indeksu S&P500 dla tych okresów.

Dla dalszych zdefiniowanych w ramach H0B i H0C zależności uzyskaliśmy dość wysokie absolutne wartości współczynników korelacji. Niemniej, w przypadku H0B zależność okazuje się nieistotna ze statystycznego punktu widzenia, a w przypadku H0C zależność jest istotna statystycznie tylko na poziomie $\alpha = 0,1$. Odnosząc się do drugiej hipotezy cząstkowej H0B, przeprowadzone badanie nie potwierdziło, że w latach dekonstrukcji rynkowej spółki dywidendowe cieszyły się relatywnie wyższą wyceną. W tym zakresie nasze wyniki nie są zgodne z wnioska-

mi z badań Fullera i Goldsteina, którzy wykazali, że spółki wypłacające dywidendy mają wyższe wyceny w okresach dekonjunkury rynkowej.

Z kolei, odnosząc się do ostatniej hipotezy cząstkowej H0C, nasze badanie potwierdziło (przy stosunkowo słabej istotności statystycznej), że dekonjunktura na rynku giełdowym powoduje wzrost odsetka spółek wypłacających dywidendę. Im gorsze rezultaty odnotowywał indeks S&P500 w danym roku, tym więcej spółek w tym czasie decydowało się na wypłatę dywidend. Takie zachowanie spółek można tłumaczyć jako próbę wynagrodzenia inwestorom za pomocą dywidend strat ponoszonych na inwestycjach w okresach dekonjunkury. Na gruncie teorii perspektywy Kahnemanna i Tversky'ego [Kahnemann, Tversky, 1979], dywidenda, która pozwala zmniejszyć percepcję straty ma wyższą subiektywną wartość dla akcjonariusza niż tej samej wielkości dywidenda, która wypłacana byłaby w czasie, gdy notowania akcji dawałyby zysk.

Zakończenie

W niniejszym artykule zasadniczo potwierdzono związek między relatywną wyceną spółek dywidendowych względem niedywidendowych (czyli tzw. premią za dywidendę) a skłonnością menadżerów do wypłaty dywidend.

W pierwszej kolejności wykazano systematyczny spadek odsetka spółek płacących dywidendy w badanej próbie 2226 amerykańskich spółek giełdowych, która nie zawierała firm o najmniejszej kapitalizacji oraz o najniższej zyskowności. Dalej wskazano na równoległą tendencję spadkową wysokości premii za dywidendę w analizowanej próbie. Wykazano statystycznie istotny związek między wysokością premii za dywidendę w danym roku a odsetkiem spółek wypłacających dywidendę w roku następnym. Potwierdzono, że w latach złej sytuacji na giełdzie zwiększa się odsetek spółek wypłacających dywidendę. Wykazano ujemną korelację (przy istotności statystycznej na poziomie $\alpha = 0,1$) pomiędzy odsetkiem spółek wypłacających dywidendy a zmianami indeksu S&P500 w poszczególnych latach dekonjunkury. W ramach badania nie potwierdzono jednak, że inwestorzy w okresach dekonjunkury giełdowej cenią sobie bardziej spółki dywidendowe od spółek niedywidendowych. Korelacja pomiędzy wysokością premii za dywidendę a zmianami indeksu S&P500 w latach dekonjunkury okazała się nieistotna ze statystycznego punktu widzenia.

Zasadniczym ograniczeniem naszych badań jest fakt, że skłonność menadżerów do wypłaty dywidend utożsamiamy z odsetkiem spółek płacących dywidendy. Nie analizujemy przy tym wielkości wypłat. Podobnie, wielkość premii za dywidendę obliczamy wyłącznie poprzez porównanie parametrów portfeli spółek dywidendowych i niedywidendowych, nie wnikając, czy inwestorzy przypisują wyższą wycenę spółkom płacącym więcej dywidendy. W końcu, przyjęta miara premii za dywidendę, oparta na różnicy średnich wskaźników cena do wartości księgowej (MV/BV), może być niedoskonała ze względu na prawdopodobieństwo, iż uwzględnia ona również wpływ innych czynników i charakterystyk spółek niż tylko polityka dywidend. Powyższe ograniczenia wyznaczają potencjalne kierunki dalszych badań.

Literatura

1. Ali A., Urcan O. (2006), *Dividends increases and future profitability*, Working paper, Univeristy of Texas at Dallas.
2. Baker M., Wurgler J., (2004a), *Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives*, „Journal of Financial Economics”, vol. 73, no. 2.
3. Baker M., Wurgler J. (2004b), *A catering theory of dividends*, „The Journal of Finance”, vol. 59, no. 3.
4. Baker M., Wurgler J. (2012), *Behavioral corporate finance: an updated survey*, [w:] G. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz, *Handbook of the economics of finance: volume 2*, Elsevier Press.
5. Fama E., French K. (1993), *Common risk factors in stock and bond returns*, „Journal of Financial Economics”, vol. 33, no. 1.
6. Fama E.F., French R. (2001), *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 14, no. 1.
7. Fuller K.P., Goldstein M. (2011), *Do dividends matter more in declining markets (formerly market movements and dividend preference and dividend policy and market movements)*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 17, no. 3.
8. Hansen L.P., Heaton J.C., Li N. (2005), *Intangible Risk*, [w:] C. Corrado, J. Haltiwanger, D. Sichel, *Measuring capital in the new economy*, Chicago University, Chicago Press.
9. Hansen P.R., Lunde A., Nason J.M. (2005), *Testing the significance of calendar effects*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper January.

10. Hoberg G., Prabhala R. (2009), *Disappearing dividends, catering, and risk*, „Review of Financial Studies”, vol. 22, no. 1.
11. Hsieh J., Wang Q. (2006), *Determinants of the trends in aggregate corporate payout policy*, Working paper, George Mason University.
12. Julio, B., Ikenberry, L. (2004), *Reappearing dividends*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 16, no. 4.
13. Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, „Econometrica”, vol. 47, no. 2.
14. Kale R., Kini O., Payne D. (2006), *On the dividends initiation decisions of newly public firms: some evidence on signaling with dividends*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 47, no. 2.
15. Long J. (1978), *The market valuation of cash dividends: a case to consider*, „Journal of Financial Economics”, vol. 6, no. 2-3.
16. Neves E., Pindado J., De La Torre C. (2006), *Dividends: new evidence on catering theory*, Working Paper, Salamanca University.
17. Szyszka A. (2007), *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
18. Szyszka A. (2009), *Finanse behawioralne: Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
19. Twu M., Shen C. (2006), *Catering to dividends demand and the institutional variables of capital markets*, Chengchi University.

Streszczenie

W niniejszym artykule badano związek między relatywną wyceną spółek dywidendowych względem niedywidendowych (czyli tzw. premią za dywidendę) a skłonnością menadżerów do wypłaty dywidend.

Obserwowany od dziesięcioleci na rynku amerykańskim spadek skłonności firm do wypłaty dywidend może być związany z faktem, że na przestrzeni lat inwestorzy przypisywali dywidendom coraz mniejszą wagę, a co za tym idzie, w coraz mniejszym stopniu byli gotowi nagradzać spółki dywidendowe wyższymi wycenami. Ponadto, okresowe wahania w poziomie nastrojów inwestorów w percepcji spółek dywidendowych, skutkujące zmiennością wysokości premii za dywidendę, wpływają na skłonność menadżerów do wypłaty dywidend. Nie potwierdzono natomiast, że w okresach dekoniunktury giełdowej inwestorzy cenią sobie bardziej spółki dywidendowe od spółek niedywidendowych.

Słowa kluczowe

polityka dywidend, teoria karmienia, behawioralne finanse przedsiębiorstw

The catering theory of dividends on the US stock markets (Summary)

Fama and French document that the proportion of dividend-paying firms has been declining in the United States since 1960s. Baker and Wurgler suggest that these appearing and disappearing dividends are an outcome of firms catering to transient fads for dividend paying stocks.

We revisit the problem and add to the discussion in several ways. Firstly, we exclude from our sample small market capitalization and low-profitability companies. We argue that those small companies have limited capacity to run a dividend policy targeted at catering temporal preferences of investors, and at the same time they are highly sensitive to other valuation factors. Secondly, we assume that managers of non-paying firms need a full year to observe and to react to misvaluation of dividend payers, and to initiate dividend payments in their own firms. Thirdly, we investigate if the number of dividend payers is significantly greater in periods when the market performance was particularly disappointing. After excluding the small capitalization and low profitability firms, we confirm in our sample that the proportion of dividend-payers has been declining over the years. Parallel, we document general tendency of decreasing dividend premium. We attribute the short-term volatility in dividend premium to changes in investor sentiment. We show that managers tend to cater to those changes, however with a delay. We find statistically significant positive correlation between the value of dividend premium in a given year and the proportion of dividend-payers in the next year. We find no preferences of investors for the dividend paying companies in years of poor market performance.

Keywords

dividend policy, catering theory, corporate behavioral finance