http://dx.doi.org/10.18778/7525-866-0.12

Aleksandra Pieloch*

PIENIĘŻNE WYPŁATY DYWIDENDY A WARTOŚĆ RYNKOWA PUBLICZNYCH SPÓŁEK PRZEMYSŁOWYCH – PERSPEKTYWA KRÓTKIEGO OKRESU

1. WSTĘP

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie rezultatów badań empirycznych nad kształtowaniem się wartości rynkowej przedsiębiorstw w wyniku przeprowadzenia pieniężnych wypłat dywidendy w spółkach przemysłowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Problematyka pieniężnych wypłat dywidendy jest zagadnieniem szczególnie istotnym dla realizacji strategicznych celów spółek akcyjnych. Jednym z nich jest pomnażanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa uznawanej za wyznacznik zarówno obecnej, jak i przyszłej zdolności spółki do zaspakajania potrzeb jej interesariuszy. Grupą interesu nad wyraz zainteresowaną problematyką wypłat dywidendy są właściciele, którzy oczekują przede wszystkim realizacji wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Możliwości zapewnienia akcjonariuszom otrzymania oczekiwanej zwrotności z kapitału zależą m. in. od podejmowania i realizowania przez spółkę w sposób efektywny ważnych decyzji finansowych. Wśród nich bardzo istotną rolę w kształtowaniu wartości rynkowej spółki odgrywają decyzje o podziale zysku netto. Strategiczny charakter tych decyzji wyraża się zarówno w możliwościach inwestycyjnych spółki i kształtowaniu jej sytuacji finansowo-majątkowej, jak również w budowaniu wśród inwestorów pewnego określonego wizerunku przedsiębiorstwa (np. spółki o stabilnej polityce dywidendowej). Wypłata dywidendy nie pozostaje również obojętna względem możliwości osiągania podstawowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja wartości dla właścicieli.

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

W opracowaniu poddano empirycznej weryfikacji główną hipotezę badawczą stanowiącą, iż pieniężne wypłaty dywidendy skutkują w krótkim okresie spadkiem wartości rynkowej spółek. Postawienie tak sformułowanej hipotezy wiąże się z wypływem środków pieniężnych z przedsiębiorstwa w wyniku wypłaty dywidendy pieniężnej i uszczupleniem jego majątku, ograniczeniem możliwości inwestycyjnych spółki przez obniżenie kapitałów samofinansowania, jak również koniecznością pozyskania – po określonym koszcie kapitału – zewnętrznych źródeł finansowania działalności i rozwoju jednostki gospodarczej.

Główną hipotezę badawczą zoperacjonalizowano za pomocą dwóch hipotez szczegółowych:

– *hipoteza 1:* wypłata dywidendy pieniężnej obniża wartość rynkową spółki w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" a nie w dzień po rzeczywistej wypłacie dywidendy;

– *hipoteza 2:* wraz ze wzrostem wysokości wypłacanej dywidendy pieniężnej obserwuje się spadek kursu giełdowego akcji w krótkim okresie.

Empirycznej weryfikacji postawionych hipotez badawczych dokonano na przemysłowych spółkach akcyjnych notowanych na warszawskim parkiecie w latach 2009–2011. Wybór trzyletniego okresu analitycznego wiąże się z próbą wyeliminowania wpływu różnych faz cyklu koniunkturalnego na kształtowanie się kursów giełdowych akcji.

Zasadniczym sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej była analiza raportów finansowych publikowanych na stronach internetowych bazy danych *Notoria Serwis SA* oraz wysokości kursów giełdowych akcji zaczerpniętych z platformy *GPWInfoStrefa*. Ponadto, w opracowaniu wykorzystano także informacje z *Roczników Giełdowych*.

2. DYWIDENDA A KOSZT KAPITAŁU I WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Dywidenda pieniężna to przekazana akcjonariuszom spółki część zysku netto wykazanego w zbadanym przez biegłego rewidenta sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy. Dzięki tej wypłacie gotówkowej inwestorzy realizują zwrot z powierzonego spółce kapitału partycypując w dodatnim wyniku finansowym netto. O sposobie podziału wypracowanego w ostatnim roku obrotowym zysku netto decydują właściciele spółki podczas walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Decyzja ta, będąca decyzją ze strategicznego obszaru zarządzania przedsiębiorstwem i wpływająca na szereg sfer jego działalności (zarówno na sferę operacyjną, inwestycyjną, jak i finansową), przekłada się na możliwości funkcjonowania i rozwoju spółki, możliwości i sposoby osiągania celów przedsiębiorstwa, jak również nie pozostaje obojętna względem kształtowania wartości rynkowej spółki.

Termin „dywidenda" jest pojęciem wieloznacznym[1], który może być rozpatrywany z wielu różnych perspektyw badawczych. Dywidenda jest bowiem nie tylko częścią całkowitej stopy zwrotu z inwestycji kapitałowej (związanej z ryzykiem pozostawienia kapitałów właścicieli do dyspozycji spółki), ale również ceną, jaką spółka płaci inwestorowi za kupno wyemitowanych przez nią akcji[2]. Z prawnego punktu widzenia dywidenda jest traktowana jako płatność dokonywana przez spółkę na rzecz właścicieli w związku z realizacją praw majątkowych ustanowionych w Kodeksie spółek handlowych oraz praw zawartych w statucie spółki[3]. Jest ona jednym ze sposobów uzyskiwania pożytków z prawa własności[4]. Z kolei dla kadry zarządzającej dywidenda stanowi swoisty kontrakt – zobowiązanie zarządzających spółką względem jej właścicieli[5]. Natomiast biorąc pod uwagę zasady funkcjonowania przedsiębiorstwa, dywidenda stanowi trwały element tradycji i kultury przekazywania inwestorom wypracowanych przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych[6].

Złożoność istoty dywidendy przejawia się także w wieloaspektowości i wielkowymiarowości funkcji, jakie pełni ona w zarządzaniu spółką. Wśród podstawowych funkcji dywidendy – które są ze sobą wzajemnie powiązane, przenikające się i trudno je wyraźnie wyodrębnić – wymienić należy funkcję[7]:

a) informacyjną,
b) dochodowo-kosztową,
c) motywacyjną oraz
d) kontrolną.

Wszystkie wskazane funkcje dywidendy są tak samo niezmiernie ważne dla prawidłowego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. Wydaje się jednakże, iż z punktu widzenia możliwości wpływu wypłat dywidendowych na wartość rynkową spółki, należy zwrócić szczególną uwagę na funkcję dochodowo-kosztową.

Dywidenda stanowi opodatkowany dochód akcjonariusza i obok zysków kapitałowych, czy dochodów z innych tytułów (takich jak np. dochody ze sprze-

---

[1] J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 267.

[2] M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 56.

[3] A. N. Duraj, *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 14.

[4] M. Wypych, *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Płock–Beijing–Łódź 2004, s. 102.

[5] M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2007, s. 287.

[6] G. M. Frankfurter, B. G. Wood, J. Wansley, *Dividend policy. Theory and practice*, Academic Press, San Diego 2003.

[7] Szerzej: A. N. Duraj, *Czynniki…*, *op. cit.*, s. 27–32.

daży emitentowi jego akcji własnych[8]) jest dla właściciela korzyścią finansową z tytułu posiadania akcji[9]. Funkcja dochodowa dywidendy dotyczy zatem inwestorów, dla których wypłata dywidendy jest częścią całkowitej stopy zwrotu z tytułu zainwestowanego w spółkę kapitału[10]. Stopa ta może być obliczana jako suma tradycyjnej stopy zwrotu z akcji (na którą składa się współczynnik tempa zmian ceny akcji oraz stopa dywidendy) i stopy dochodu netto z odkupienia akcji własnych[11]. Wyrazić ją można przy użyciu następującej formuły[12]:

$$TSR = \left(\frac{p_1 - p_0}{p_0} + \frac{DPS}{p_0} + \frac{VS_0 - VS_z}{p_1} \right) \times 100$$

gdzie:
TSR – całkowita stopa zwrotu z akcji,
p_1 – cena sprzedaży akcji,
p_0 – cena zakupu akcji,
DPS – dywidenda na akcję,
VS_0 – wartość jednostkowa odkupionych akcji,
VS_z – wartość jednostkowa akcji wykorzystanych do zrealizowania zobowiązań spółki wynikających z wystawionych opcji na akcję.

Wypłatę dywidendy można również rozpatrywać w kategoriach kosztu. Specyfika dywidendy jako kosztu przejawia się w tym, że nie jest ona kosztem uzyskania przychodu, a zatem jej wypłata nie wpływa na kształtowanie się wysokości podstawy opodatkowania, jak i wyniku finansowego netto za ostatni rok obrotowy. Dywidendę można natomiast traktować jako swoisty rodzaj kosztu korzystania z kapitału akcjonariuszy[13]. Koszt ten należy rozumieć jako:

a) koszt pozyskania przez spółkę kapitału własnego zewnętrznego;

b) koszt związany ze zmniejszeniem własnych wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstwa i ograniczeniem możliwości samorozwoju z wykorzystaniem nagromadzonych zysków zatrzymanych[14];

---

[8] Szerzej o odkupieniu akcji własnych: A. Pieloch, *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 308.

[9] Por.: A. N. Duraj, *Wypłata dywidendy i praktyka nabywania oraz umarzania akcji własnych a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2008, Folia Oeconomica 214, Łódź, s. 19–20.

[10] A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltex, Warszawa 2008, s. 419.

[11] E. F. Brigham, J. F. Houston, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005, s. 191–230.

[12] M. Panfil, A. Szablewski, *op. cit.*, s. 293.

[13] M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 56.

[14] J. M. Poterba, L. M. Summers, *New Evidence that Taxes Affect Valuation of Dividends*, „Journal of Finance" 1984, No. 4.

c) koszt przeprowadzenia operacji zatwierdzenia wypłaty dywidendy[15];

d) koszty transakcyjne związane z wypłatą dywidendy (koszty prowizji bankowych, koszty ogłoszeń, czas poświęcony na obsługę wypłaty dywidendy, rozliczenie i odprowadzenie podatku dochodowego od zysków kapitałowych)[16];

e) koszty pozyskania kapitałów obcych (np. odsetki od kredytów zaciągniętych na wypłatę dywidendy, czy finansowanie projektów inwestycyjnych).

Dywidenda jest jednym z zasadniczych czynników kształtujących wysokość kosztu kapitału własnego. Wyznaczanie kosztu kapitału własnego w oparciu o model Gordona wymaga znalezienia tempa wzrostu dywidend, które określane być może na podstawie zmian poziomu dywidendy w latach ubiegłych bądź za pomocą informacji dotyczących stopnia reinwestycji zysku. Koszt akcji zwykłych nowej emisji można obliczyć posługując się następującym wzorem[17]:

$$k_{az} = \frac{DPS_1}{P_{az_0} - F_{sz}} \times 100 + roe \times ER + i$$

gdzie:

k_{az} – koszt kapitału własnego zwykłego,
DPS_1 – wartość dywidendy jednostkowej płaconej w roku 1,
P_{az_0} – cena rynkowa akcji zwykłej w roku bazowym,
F_{sz} – koszty emisji i sprzedaży przypadające na jedną akcję zwykłą,
roe – rentowność kapitału własnego (ang. *return on equity*),
ER – zysk zatrzymany (ang. *retained earnings*),
i – stopa inflacji.

Wraz ze wzrostem dywidendy jednostkowej – jak i zwiększaniem się tempa wzrostu dywidendy – rośnie koszt kapitału własnego, a przy innych czynnikach *ceteris paribus* obserwuje się również wzrost średniowaożonego kosztu kapitału (ang. *WACC – weighted average cost of capital*). Ponieważ *WACC* może służyć jako stopa dyskontowa w wyznaczaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, w konsekwencji jego wzrostu maleje wartość rynkowa spółki[18].

---

[15] A. N. Duraj, *Czynniki…*, *op. cit.*, s. 15.

[16] E. M. Wrońska, *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 35.

[17] Por.: B. Woźniak-Sobczak, *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005, s. 62 i nast.; M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007, s. 99.

[18] Wraz ze wzrostem wypłat dywidendy rynkowa wartość przedsiębiorstwa maleje, ponieważ przyszłe przepływy pieniężne są dyskontowane po wymaganej przez inwestora wyższej stopie zwrotu z zainwestowanego kapitału, co wyrazić można za pomocą następującej formuły:

Wydaje się, iż w tym momencie koniecznym staje się zastanowienie nad odpowiedzią na dwa następujące pytania:

– kiedy wypłata dywidendy wpływa na wartość rynkową spółki (w dniu, w którym staje się ona dochodem właściciela z inwestycji kapitałowej czy może w dniu, w którym dywidenda staje się dla przedsiębiorstwa rzeczywistym kosztem korzystania z kapitału akcjonariuszy)?

– w jakim okresie czasu (krótkim czy długim) obserwowane będą zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa spowodowane wypłatą dywidendy i jaki będzie charakter tych zmian?

Odpowiedzi na zadane powyżej pytania można udzielić opierając się na założeniach teorii sygnalizacji[19]. W okresie krótkim, wypłata dywidendy może stanowić dla potencjalnych inwestorów sygnał, że akcje spółki, które planują oni zakupić, mogą nie posiadać już w sobie prawa do otrzymania dywidendy z zysku netto za ostatni rok obrotowy[20]. Akcjonariuszom prawo to nie będzie przysługiwało w momencie, gdy zakupią oni walory w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy". Nabycie przez inwestora akcji w dniu odcięcia prawa do dywidendy oznacza, iż nie będzie on mógł partycypować w wypracowanym przez spółkę w ostatnim roku obrotowym dodatnim wyniku finansowym, a zatem jego dochód z inwestycji będzie niższy o kwotę wypłaconej w tym roku dywidendy jednostkowej. W związku z tym, inwestor ten będzie skłonny nabyć akcje spółki po cenie niższej niż ich kurs rynkowy na zamknięciu w poprzednim dniu notowań na giełdzie. W rezultacie wypłaty dywidendy wartość rynkowa spółki spadnie w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy"[21], jednakże – w szczególności w przypadku spółek stosujących trwałą politykę wypłat dywidendowych – charakter tych zmian będzie prawdopodobnie krótkookresowy[22].

$$MVF = \sum_{t=1}^{n} \frac{FVCF_t}{(1+WACC)^t}$$

gdzie:

MVF – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

$FVCF_t$ – wartość przyszła oczekiwanych przepływów pieniężnych dla firmy w okresie t,

$WACC$ – średnioważony koszt kapitału.

[19] Zob.: K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, *Economic Sources of Gain*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", September 2004, Vol. 39, No. 3, s. 463.

[20] A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 1015.

[21] Zob. np.: J. A. Campbell, W. Beranek, *Stock Price Behavior on Ex-dividend Dates*, „Journal of Finance" 1955, Vol. 10, s. 425–429; F. Hayashi, R. Jagannathan, *Ex-day Behavior of Japanese Stock Prices*, „Journal of the Japanese and International Economics" 1990, Vol. 4, s. 401–427; L. D. Booth, D. J. Johnson, *The Ex-dividend Day Behavior of Canadian Stock Price: Tax Changes and Clientele Effects*, „Journal of Finance" 1984, s. 457–476; P. Brown, T. Walter, *Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices*, „Australian Journal of Management" 1986, Vol. 11, Issue 2, s. 139; M. Borges, *The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal*, „Atlantic Economic Journal" 2008, Vol. 36, s. 15–30.

[22] Wskazać należy, iż samo ogłoszenie wypłaty dywidendy skutkuje zwykle wzrostem wartości rynkowej spółki. Badania przeprowadzone np. przez I. Kamińską wykazały, że kurs rynkowy

Dodać należy, iż badania nad kształtowaniem się wartości rynkowej spółek w dniu odcięcia prawa do dywidendy – tj. w dniu, w którym dywidenda staje się dochodem właściciela z inwestycji kapitałowej – wykazały, że kurs giełdowy akcji spada zwykle o wartość niższą niż wysokość deklarowanej dywidendy jednostkowej. Nie można jednakże udzielić jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o czynniki warunkujące taki spadek ceny rynkowej. Do najczęściej wskazywanych w literaturze przedmiotu determinant takich zmian należą:

a) regulacje systemu podatkowego[23],
b) działania inwestorów krótkoterminowych i ich preferencje[24],
c) wysokość kosztów transakcyjnych i możliwości arbitrażu[25],
d) mikrostruktura rynku[26],
e) forma wypłat dywidendy i jej wysokość[27],
f) trwałość przyjętej polityki dywidendowej oraz
g) struktura kapitału przedsiębiorstwa[28].

Z kolei w dniu, w którym dywidenda stanowi dla przedsiębiorstwa rzeczywisty koszt korzystania z kapitału akcjonariuszy, czyli w dniu wypłaty środków pieniężnych na rzecz właścicieli, nie ma ona już takiej siły sygnalizacyjnej, jak w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy", a zatem jej wypłata nie powinna już w tak znaczący sposób wpływać na wartość rynkową spółki.

Teoria sygnalizacji może również w długim okresie posłużyć tłumaczeniu kształtowania się rynkowej wartości przedsiębiorstwa w wyniku dokonywania przez spółkę wypłat dywidendowych. Inwestorzy przywiązują szczególną uwagę do informacji dotyczących dywidendy. Jej wypłaty traktują zarówno jako sygnał o bieżącej kondycji finansowej spółki, jak również informację o prognozowanych wynikach, możliwościach rozwojowych i konkurencyjnych przedsiębiorstwa. Zarząd spółki – posiadający pełniejsze informacje o tej jednostce – może wykorzystać wypłatę dywidendy do przekazania obecnym i potencjalnym ak-

---

akcji spółek warszawskiego parkietu wzrastał najbardziej w dzień po ogłoszeniu wypłaty dywidendy, by następnie stopniowo spadać w kolejnych dniach, (zob.) I. Kamińska, *Wpływ podania do wiadomości publicznej decyzji o wypłacie dywidendy na wartość rynkową spółki w Polsce i w Portugalii*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 270.

[23] E. J. Elton, M. J. Gruber, *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*, „Review of Economics and Statistics" 1970, Vol. 52, s. 68–74.

[24] J. Lakonishok, T. Vermaelen, *Tax Reform and the Ex-dividend Day Behavior*, „Journal of Finance" 1983, s. 1157–1179.

[25] J. H. Boyd, R. Jagannathan, *Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks*, „Review of Financial Studies" 1994, Vol. 7, s. 711–741.

[26] D. A. Dubofsky, *A Market Microstructure Explanation of Ex-dividend Abnormal Returns*, „Financial Management" 1992, Vol. 42, s. 163–168.

[27] R. Bali, G. L. Hite, *Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?*, „Journal of Financial Economics" 1998, Vol. 47, s. 127–159.

[28] D. W. French, P. L. Varson, K. P. Moon, *Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return*, „The Financial Review" 2005, Vol. 40, s. 361–379.

cjonariuszom określonych informacji na temat spółki i tym samym wpływać na zachowania inwestorskie, a konsekwencji na wartość rynkową spółki.

Szczególną wartość sygnalizacyjną ma w długim okresie stabilność przyjętej polityki wypłat dywidendy. Przestrzegając określonej polityki wypłat dywidendowych zarząd spółki może sygnalizować wysoką rentowność realizowanych projektów inwestycyjnych, co w konsekwencji ma skutkować trwałym wzrostem wartości rynkowej spółki[29]. Przedsiębiorstwa dążą do kontynuowania wybranej polityki wypłat dywidendy nawet wtedy, gdy wypłata ta wiąże się z pozyskaniem dodatkowych obcych źródeł finansowania[30]. Jeżeli spółka nie posiada wystarczająco dużo wolnych środków pieniężnych do tego, by móc zrealizować wypłatę dywidendy, może podjąć decyzję o emisji nowych akcji[31]. Pamiętać jednak należy, iż takie rozwiązanie jest niekorzystne dla akcjonariuszy, gdyż zwiększa się liczba akcji w obrocie, co w konsekwencji może negatywnie wpłynąć na wysokość ich kursu giełdowego[32].

Długoterminowy efekt sygnalizacyjny dywidendy wyraża się nie tylko w stabilności polityki jej wypłat, ale również odzwierciedla się w jej wysokości oraz regularności przekazywania inwestorom części wypracowanego zysku netto. Zwiększanie wysokości wypłacanej dywidendy w stosunku do lat ubiegłych skutkuje zwykle ponadprzeciętnym wzrostem wartości rynkowej spółki. Natomiast zmniejszanie wypłat dywidendy generuje często ponadprzeciętne spadki kursu giełdowego akcji[33]. Dodać należy także, że spółki, które regularnie wypłacają dywidendę – bez względu na jej wysokość – są lepiej postrzegane przez inwestorów[34], co również nie pozostaje obojętne względem wartości rynkowej tych przedsiębiorstw.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele zróżnicowanych poglądów na temat wpływu polityki dywidendy na wartość rynkową spółki. Wśród nich należy wyróżnić trzy podstawowe stanowiska:

---

[29] S. Bhattacharya, *Imperfect Information, Dividend Policy and 'the Bird in the Hand' Fallacy*, „Bell Journal of Economics" 1979, No. 10, s. 259–275.

[30] G. Donaldson, *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston 1961, s. 294.

[31] S. Bhattacharya, *Non-dissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „Quarterly Journal of Economics" 1980, No. 95, s. 1–24.

[32] J. Lintner, *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations*, „Review of Economics and Statistics", August 1962, s. 243–269.

[33] Zob. np.: R. R. Pettit, *Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency*, „Journal of Finance" 1972, No. 27, s. 993–1007; T. E. Dielman, H. R. Oppenheimer, *An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1984, No. 19, s. 197–216.

[34] M. Wypych, *Nadzór właścicielski a polityka dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Łódź 2001, s. 161–186.

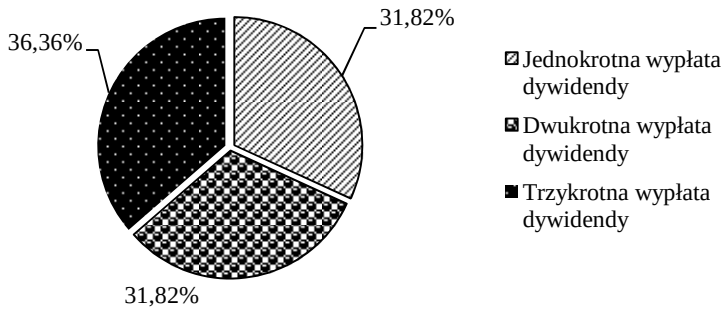
a) poglądy grupy środkowej (polityka neutralna) – wypłata dywidendy nie wpływa na wartość rynkową spółki[35];

b) poglądy grupy konserwatywnej (polityka prodywidendowa) – wzrost wypłat dywidendy powoduje wzrost wartości spółki[36];

c) poglądy grupy radykalnej (polityka antydywidendowa) – wypłata dywidendy obniża wartość rynkową spółki[37].

3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ WARTOŚCI RYNKOWEJ PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK DYWIDENDOWYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

W wybranym okresie badawczym dywidendę pieniężną wypłaciły łącznie 44 spółki przemysłowe. Wśród nich dominowały te przedsiębiorstwa, które trzykrotnie w całym okresie analitycznym przekazały akcjonariuszom wypracowany dodatni wynik finansowy netto. Było to16 spółek (36,36% badanej zbiorowości). W latach 2009–2011 dywidenda pieniężna została dwukrotnie wypłacona przez 14 podmiotów, czyli 31,82% analizowanych przedsiębiorstw. Jednokrotnej wypłaty środków pieniężnych w postaci dywidendy dokonało 31,82% badanej populacji (zob. rys. 1).



Rys. 1. Częstotliwość wypłat dywidendy pieniężnej przez spółki przemysłowe notowane na GPW w Warszawie w latach 2009–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012.

Do dalszych badań przyjęto 16 spółek prowadzących działalność przemysłową, które w każdym z trzech lat wybranego okresu analitycznego przeprowa-

[35] M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business" 1961, Vol. 34, s. 433–443.

[36] M. J. Gordon, *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „Review of Economics and Statistics" 1959, Vol. 41, s. 99–105.

[37] A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *op. cit.*, s. 423.

dziły wypłatę dywidendy pieniężnej. Takie zawężenie grupy badawczej wynikało z próby wyeliminowania dywidendowego efektu sygnalizacyjnego. Zauważyć należy, iż ogłoszenie przez emitenta wypłaty dywidendy pieniężnej (szczególnie, jeżeli nie była ona płacona w poprzednich latach), jak również podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy decyzji o zaprzestaniu tej wypłaty w danym roku obrotowym może znacząco wpłynąć na kurs giełdowy akcji.

W badaniach nad kształtowaniem się wartości rynkowej spółek w reakcji na wypłatę dywidendy pieniężnej wykorzystano współczynnik *DROP* (ang. *a price--change-to-dividend ratio)* będący relacją zmiany ceny rynkowej waloru do dywidendy wypłacanej na jedną akcję[38].

Badania empiryczne na kształtowaniem się wartości rynkowej przemysłowych spółek dywidendowych wykazały, iż rynek kapitałowy reaguje na wypłatę dywidendy pieniężnej spadkiem ceny rynkowej akcji. Obniżenie cen tych walorów zaobserwowano w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy". Przeprowadzone badania wykazały, iż wśród spółek przemysłowych dominowały te przedsiębiorstwa, w których wartość współczynnika *DROP* kształtowała się między 0 a 1. Oznacza to, iż w 62,50% przypadków wypłat dywidendy pieniężnej kurs rynkowy akcji spadł w dniu odcięcia prawa do dywidendy o wartość niższą niż wartość wypłacanej przez spółkę dywidendy jednostkowej. Dodać należy, iż w omawianej grupie spółek przeważały te jednostki, dla których wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się pomiędzy 0 a 0,25. Oznacza to, że w 22,92% wszystkich przypadków wypłat dywidendowych kurs giełdowy akcji spadł w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" maksymalnie o 25% wartości dywidendy jednostkowej (zob. tab. 1).

Wartość współczynnika *DROP* wyższą od 1 – oznaczającą spadek kursu rynkowego akcji o wartość wyższą niż wartość wypłacanej dywidendy na akcję – zaobserwowano w przypadku 16,67% badanej populacji. Trzecią co do wielkości grupę stanowiły spółki, których kurs rynkowy akcji w dniu odcięcia prawa do dywidendy wzrósł w stosunku do ostatniego dnia, w którym takie prawo przysługiwało inwestorowi (10,42%). Jedynie w 8,33% przypadków kurs giełdowy akcji spółki spadł w dniu odcięcia prawa do dywidendy dokładnie o wartość deklarowanej przez spółki dywidendy na akcję (*DROP* = 1), a tylko w 2,08% przypadków wypłata dywidendy pieniężnej nie miała wpływu na zmianę ceny rynkowej akcji (*DROP* = 0).

---

[38] Współczynnik ten obliczony został z wykorzystaniem następującej formuły:

$$DROP = \frac{p_c - p_x}{DPS}$$

gdzie:

p_c – cena zamknięcia na ostatni dzień z prawem do dywidendy z zysku za ostatni rok obrotowy,

p_x – cena otwarcia w dniu odcięcia prawa do dywidendy,

DPS – dywidenda na akcję.

Zob.: D. W. French, P. L. Varson, K. P. Moon, *op. cit.*, s. 370.

Tabela 1

Kształtowanie się wartości współczynnika *DROP* w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" oraz dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej

Wysokość współczynnika *DROP*	W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy"		W dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej	
	liczba przypadków	udział [%]	liczba przypadków	udział [%]
DROP < 0	5	10,42	20	41,67
DROP = 0	1	2,08	15	31,25
DROP Є (0;1), w tym:	30	62,50	11	22,92
DROP Є (0,00;0,25⟩	11	22,92	5	10,43
DROP Є (0,25;0,50⟩	8	16,67	1	2,08
DROP Є (0,50;0,75⟩	7	14,58	4	8,33
DROP Є (0,75;1,00)	4	8,33	1	2,08
DROP = 1	4	8,33	0	0,00
DROP > 1	8	16,67	2	4,16
Razem	48	100,00	48	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012 oraz platformy *GPWInfoStrefa*.

Z kolei w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej zaobserwowano sytuację odwrotną. W tym dniu notowań największą grupę wśród przedsiębiorstw przemysłowych stanowiły spółki, dla których wartość współczynnika *DROP* była ujemna. Oznacza to, że w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej w 41,67% przypadków wartość rynkowa spółek wzrosła. Drugą pod względem wielkości grupę stanowiły te spółki, w których w pierwszym dniu po pieniężnych wypłatach dywidendy kurs giełdowy akcji nie zmienił się. Wypłata dywidendy pieniężnej nie miała wpływu na wartość przedsiębiorstwa w 31,25% przypadków. Spadek ceny rynkowej walorów o wartość niższą niż wartość dywidendy jednostkowej nastąpił w 22,92% przypadków. Zauważyć należy, iż w większości przypadków kurs giełdowy akcji spółek przemysłowych nie obniżył się o więcej niż 25% wartości dywidendy jednostkowej (10,43%). W pierwszym dniu notowań następującym po dniu wypłaty dywidendy pieniężnej, spadek ceny rynkowej walorów o wartość wyższą niż wysokość dywidendy na akcję miał miejsce jedynie w 4,16 % przypadków. W tym dniu nie zaobserwowano żadnego spadku wartości przedsiębiorstwa o wysokość równą wysokości pieniężnych wypłat dywidendy (zob. tab. 1).

Porównanie średnich wartości współczynnika *DROP* w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" z jego średnimi wartościami w dniu następującym po dniu wypłaty dywidendy pieniężnej pozwala zauważyć, że w badanej grupie spółek przemysłowych średnie wartości współczynnika *DROP* były dużo wyż-

sze w dniu odcięcia prawa do dywidendy niż w dzień po jej wypłacie. Oznacza to, że kurs giełdowy waloru spadł w pierwszym dniu, w którym akcja nie zawierała już w sobie prawa do dywidendy za ostatni rok obrotowy, średnio o 58,6% wysokości dywidendy jednostkowej. Natomiast w pierwszym dniu po pieniężnej wypłacie dywidendy średnia wartość *DROP* była już dużo niższa. Średni spadek ceny rynkowej akcji w tym dniu wyniósł jedynie 3,2% wartości dywidendy wypłaconej na akcję (zob. tab. 2).

Tabela 2

Wartości podstawowych statystyk opisowych dla *DROP* względem wysokości stopy wypłat dywidendy *DPR* w latach 2009–2011

Wysokość stopy wypłat dywidendy	Liczba przypadków	Wartość współczynnika *DROP*					
		W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”			W dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej		
		$\bar{x}$	*Se*	*Me*	$\bar{x}$	*Se*	*Me*
DPR > 1	6	0,301	0,398	0,185	–0,239	0,293	–0,120
DPR < 1	42	0,627	0,645	0,600	0,070	0,415	0,061
Razem	48	0,586	0,626	0,575	0,032	0,413	0,020

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012, platformy *GPWInfoStrefa* oraz sprawozdań finansowych spółek z *Notoria Serwis SA.*

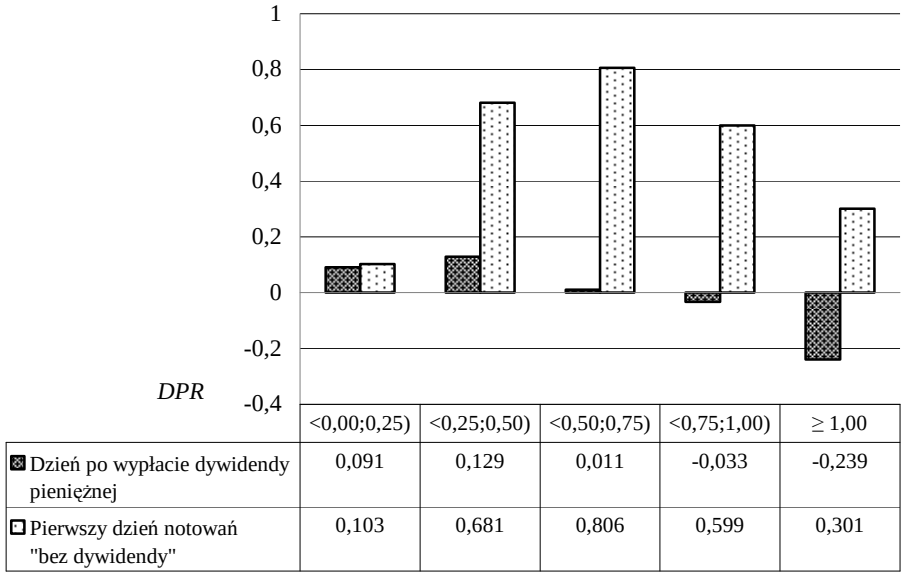
Badania empiryczne nad kształtowaniem się wartości rynkowej przemysłowych spółek dywidendowych, wykazały różnice w wartości współczynnika *DROP* – w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy” oraz w pierwszym dniu po jej wypłacie – względem wielkości wypłacanej przez spółkę dywidendy pieniężnej mierzonej wysokością stopy wypłat dywidendy *DPR* (ang. *dividend payout ratio*). W przypadku spółek dokonujących pieniężnej wypłaty dywidendy w wielkości wyższej niż zysk netto wypracowany w roku obrotowym, za który wypłacona została właścicielom dywidenda (tj. *DPR* > 1), w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy” zaobserwowano, że średnie wartości współczynnika *DROP* w całym okresie badawczym były dużo niższe niż w przypadku spółek, w których relacja wypłacanej dywidendy do zysku netto kształtowała się poniżej jedności. Średnia wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się dla spółek wypłacających właścicielom jedynie część wygenerowanych zysków netto (tj. *DPR* < 1) na poziomie 0,627, a dla spółek wypłacających dywidendę również z innych kapitałów niż zysk netto za ostatni rok obrotowy (np. niepodzielonych zysków z lat ubiegłych, kapitału zapasowego oraz kapitałów rezerwowych) wartość *DROP* ukształtowała się na poziomie 0,301. Z kolei w dniu następnym po dniu wypłaty dywidendy średnia wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się dla spółek o *DPR* < 1 na poziomie 0,070, a dla spółek, które finansowały wypłatę dywidendy również z innych źródeł niż tylko zysk netto za poprzedni

rok obrotowy, wartość współczynnika *DROP* była ujemna i wyniosła –0,239 (zob. tab. 2). Dodać należy, iż w badanej grupie przedsiębiorstw żadna spółka nie wypłaciła dywidendy w wysokości równej wygenerowanemu zyskowi netto (tj. *DPR* = 1).

Należy przypuszczać, iż wysokość pieniężnych wypłat dywidendy może mieć wpływ na kształtowanie się wartości rynkowej spółek, w szczególności w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy". Wzrost stopy wypłat dywidendy oznacza, iż spółka transferuje do właścicieli coraz większą część wypracowanego w ostatnim roku obrotowym zysku netto. W przypadku, gdy dywidendę rozpatrujemy jako koszt, jej wzrost powinien skutkować obniżeniem wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Relatywnie wyższa – w stosunku do zysku netto – dywidenda powinna w krótkim okresie spowodować wzrost wartości współczynnika *DROP*, oznaczający spadek kursu rynkowego akcji.

Wyniki badań wskazują, iż w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" wraz ze wzrostem wysokości wypłacanej dywidendy pieniężnej rosła średnia wartość współczynnika *DROP*. Wzrost ten miał jednakże miejsce tylko do momentu, kiedy spółki wypłacały maksymalnie 75% wypracowanego zysku. Dla spółek wypłacających od 75% do 100% zysku netto średnia wartość współczynnika *DROP* ukształtowała się w dniu odcięcia prawa do dywidendy na poziomie 0,599, a dla przedsiębiorstw, w których *DPR* był co najmniej równy 1 wartość rynkowa akcji spadła o 30,1% wartości dywidendy. Natomiast w pierwszym dniu notowań akcji następującym po dniu wypłaty dywidendy pieniężnej wartość współczynnika *DROP* była w całym analizowanym okresie niższa niż w pierwszym dniu „bez dywidendy". Ponadto, ujemne wartości tego współczynnika (oznaczające wzrost wartości rynkowej spółki) zaobserwowano w przypadku wypłat dywidendy, które stanowiły co najmniej 75% wypracowanego zysku netto. W przypadku spółek, dla których *DPR* był większy od jedności, wysokość współczynnika *DROP* była w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy najniższa i wyniosła –0,239 (zob. rys. 2).

Zależności między wartością pieniężnych wypłat dywidendy w relacji do zysku netto a wysokością współczynnika *DROP* były dla całego trzyletniego okresu analitycznego dodatnie w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy", a ujemne w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej. Można zatem stwierdzić, iż w dniu odcięcia prawa do dywidendy wraz ze wzrostem wypłat dywidendy pieniężnej rosły wartości współczynnika *DROP*, co oznacza spadek kursu giełdowego akcji o coraz wyższe wartości względem dywidendy jednostkowej. Z kolei ujemna wartość współczynnika korelacji w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy oznacza, że wraz ze wzrostem stopy wypłat dywidendy maleją wartości współczynnika *DROP*. Jednakże siła obydwu tych zależności była bardzo niska. Wartość współczynnika korelacji *R* Spearmana ukształtowała się dla całego okresu analitycznego na poziomie odpowiednio 0,008 oraz –0,110.



Rys. 2. Kształtowanie się średnich wartości współczynnika *DROP* względem wysokości stopy wypłat dywidendy *DPR*

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie: *Roczników giełdowych* za lata 2010–2012, platformy *GPWInfoStrefa* oraz sprawozdań finansowych spółek z *Notoria Serwis SA.*

T a b e l a 3

Wartości współczynnika korelacji *R* Spearmana i współczynnika determinacji R^2 dla zależności między wysokością wypłat dywidendy a wartością współczynnika *DROP*

Współczynnik *DPR*	Współczynnik *DROP*			
	W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy”		W dzień po wypłacie dywidendy pieniężnej	
	R Spearmana	R^2	*R* Spearmana	R^2
⟨0,00;0,25)	0,800	0,640	–0,400	0,413
⟨0,25;0,50)	0,098	0,003	0,122	0,001
⟨0,50;0,75)	0,224	0,340	–0,087	0,422
⟨0,75;1,00)	–0,607	0,340	0,071	0,422
≥ 1,00	0,400	0,009	–0,675	0,723
Razem	0,008	0,008	–0,110	0,103

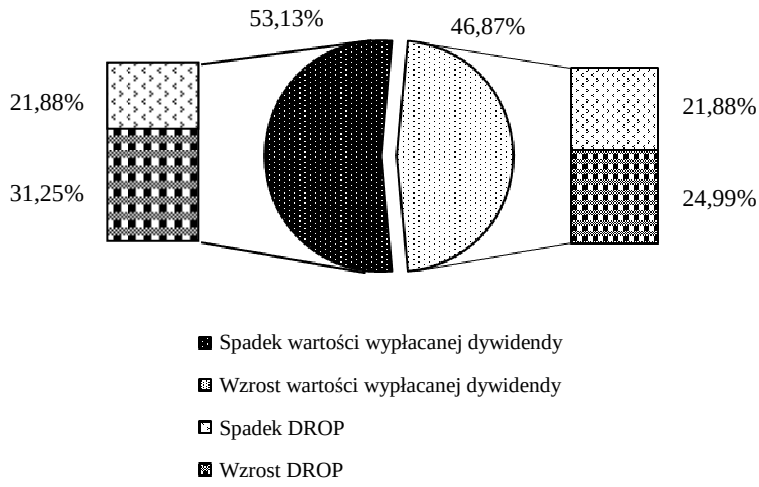
Ź r ó d ł o: jak do tab. 2.

Również wartość współczynników determinacji była niska, co wskazuje na to, iż na kształtowanie się wartości rynkowej spółek przemysłowych wpływały

w przeważającej mierze inne – niż wzrost wypłacanej dywidendy – czynniki. Zmienność współczynnika *DROP* w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" została wyjaśniona zmiennością *DPR* jedynie w 0,8%, a w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej w 10,3% (zob. tab. 3).

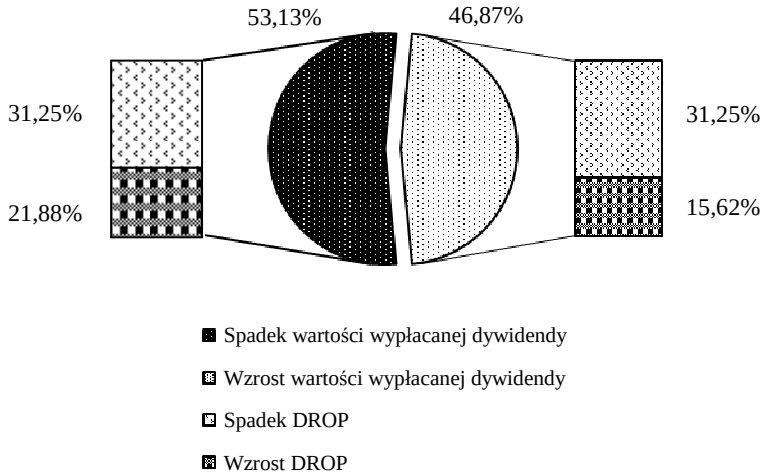
Rozpatrując wpływ zmian wielkości pieniężnych wypłat dywidendy na wartość rynkową spółek przemysłowych, należy również dokonać analizy tych zależności w czasie. Badania nad kształtowaniem się wysokości stopy wypłat dywidendy *DPR* poszczególnych spółek w relacji do poprzedniego roku obrotowego wykazały, iż w większości analizowanych przypadków (53,13%) nastąpił spadek wartości dywidendy pieniężnej w relacji do osiągniętego w roku poprzednim dodatniego wyniku finansowego (zob. rys. 3 i 4).

W pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy" wraz ze wzrostem wartości wypłat dywidendy pieniężnej w stosunku do poprzedniego roku obrotowego wartość współczynnika *DROP* w większości przypadków rosła. Wzrost wartości stopy wypłat dywidendy skutkował wzrostem wartości *DROP* w 24,99% badanej zbiorowości oraz spadkiem wartości *DROP* w 21,88% przypadków. W sytuacji, gdy wartość wypłacanej dywidendy pieniężnej spadła w stosunku do roku poprzedniego zaobserwowano spadek wartości współczynnika *DROP* w 21,88% przypadków, a wzrost wartości tego współczynnika odnotowano w 31,25% wszystkich analizowanych przypadków (zob. rys. 3).



Rys. 3. Zmiany w czasie wartości współczynnika *DROP* w zależności od zmian wartości stopy wypłat dywidendy *DPR* – pierwszy dzień notowań „bez dywidendy" [w %]

Ź r ó d ł o: jak do rys. 2.



Rys. 4. Zmiany w czasie wartości współczynnika *DROP* w zależności od zmian wartości stopy wypłat dywidendy *DPR* – pierwszy dzień notowań po wypłacie dywidendy [w %]

Ź r ó d ł o: jak do rys. 2.

Z kolei w pierwszym dniu notowań po wypłacie dywidendy pieniężnej dominowały spadki wartości współczynnika *DROP*. W sytuacji, gdy *DPR* rosło wartość współczynnika *DROP* spadła w 31,25% wszystkich obserwacji, a wzrosła jedynie w 15,62% wypłat dywidendowych. Natomiast w przypadku spadku stopy wypłat dywidendy zaobserwowano spadek *DROP* w 31,25% badanej zbiorowości a jego wzrost w 21,88% wszystkich przypadków (zob. rys. 4).

4. ZAKOŃCZENIE

Badania empiryczne na kształtowaniem się wartości rynkowej przemysłowych spółek dywidendowych wykazały, iż rynek kapitałowy reaguje na wypłatę dywidendy pieniężnej spadkiem ceny rynkowej akcji w pierwszym dniu notowań akcji „bez dywidendy". Cena rynkowa akcji spada w tym dniu o wartość niższą niż wysokość deklarowanej dywidendy na akcję. Z kolei w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy pieniężnej dominowały te spółki, w których zaobserwowano wzrost kursu rynkowego akcji lub cena rynkowa ich akcji nie uległa zmianie.

Analiza wpływu wysokości pieniężnych wypłat dywidendy na kształtowanie się kursu giełdowego akcji wykazała, że w przypadku spółek, które wypłaci-

ły dywidendę pieniężną w wysokości niższej niż wypracowany w poprzednim roku obrotowym zysk netto, średni kurs giełdowy akcji obniżył się w dniu odcięcia prawa do dywidendy o wartość wyższą niż w przypadku, gdy spółka wypłaciła dywidendę wyższą niż zysk netto za ostatni rok obrotowy. Natomiast w pierwszym dniu po wypłacie dywidendy średnia cena rynkowa akcji wzrosła w przypadku, gdy stopa wypłat dywidendy była wyższa od jedności, a zmalała, gdy *DPR* było niższe niż 1.

W pierwszym dniu notowań „bez dywidendy" wraz ze wzrostem stopy wypłat dywidendy zaobserwowano coraz większy spadek cen rynkowych akcji. Sytuacja ta miała jednak miejsce tylko do momentu, w którym przedsiębiorstwa zaczęły wypłacać inwestorom powyżej 75% wypracowanego w ostatnim roku obrotowym zysku netto. W dniu następującym po dniu wypłaty dywidendy wartość rynkowa spółki rosła jedynie w przypadku spółek wypłacających wysokie względem zysku netto dywidendy.

Wyniki badań empirycznych przeprowadzonych w czasie wskazały, że w dniu odcięcia prawa do dywidendy wartość współczynnika *DROP* w przeważającej mierze wzrastała wraz ze wzrostem wysokości wypłacanej dywidendy. Z kolei w pierwszym dniu notowań po wypłacie dywidendy wzrost wysokości wypłacanej dywidendy skutkował zwykle spadkiem wartości współczynnika *DROP*.

BIBLIOGRAFIA

Bali R., Hite G. L., *Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?*, „Journal of Financial Economics" 1998, Vol. 47.

Bhattacharya S., *Imperfect Information, Dividend Policy and 'the Bird in the Hand' Fallacy*, „Bell Journal of Economics" 1979, No. 10.

Bhattacharya S., *Non-dissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „Quarterly Journal of Economics" 1980, No. 95.

Booth L. D., Johnson D. J., *The Ex-dividend Day Behavior of Canadian Stock Price: Tax Changes and Clientele Effects*, „Journal of Finance" 1984.

Borges M., *The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of Portugal*, „Atlantic Economic Journal" 2008, Vol. 36.

Boyd J. H., Jagannathan R., *Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks*, „Review of Financial Studies" 1994, Vol. 7.

Brigham E. F., Houston J. F., *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005.

Brown P., Walter T., *Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices*, „Australian Journal of Management" 1986, Vol. 11, Issue 2.

Campbell J. A., Beranek W., *Stock Price Behavior on Ex-dividend Dates*, „Journal of Finance" 1955, Vol. 10.

Chan K., Ikenberry D., Lee I., *Economic Sources of Gain*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", September 2004, Vol. 39, No. 3.

Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.

Dielman T. E., Oppenheimer H. R., *An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1984, No. 19.

Donaldson G., *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston 1961.

Dubofsky D. A., *A Market Microstructure Explanation of Ex-dividend Abnormal Returns*, „Financial Management" 1992, Vol. 42.

Duraj A. N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

Duraj A. N., *Wypłata dywidendy i praktyka nabywania oraz umarzania akcji własnych a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodziensis" 2008, Folia Oeconomica 214, Łódź.

Elton E. J., Gruber M. J., *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*, „Review of Economics and Statistics" 1970, Vol. 52.

Frankfurter G. M., Wood B. G., Wansley J., *Dividend policy. Theory and practice*, Academic Press, San Diego 2003.

French D. W., Varson P. L., Moon K. P., *Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return*, „The Financial Review" 2005, Vol. 40.

Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.

Gordon M. J., *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „Review of Economics and Statistics" 1959, Vol. 41.

Hayashi F., Jagannathan R., *Ex-day Behavior of Japanese Stock Prices*, „Journal of the Japanese and International Economics" 1990, Vol. 4.

Kamińska I., *Wpływ podania do wiadomości publicznej decyzji o wypłacie dywidendy na wartość rynkową spółki w Polsce i w Portugalii*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.

Lakonishok J., Vermaelen T., *Tax Reform and the Ex-dividend Day Behavior*, „Journal of Finance" 1983.

Lintner J., *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations*, „Review of Economics and Statistics", August 1962.

Miller M. H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business" 1961, Vol. 34.

Panfil M., Szablewski A., *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2007.

Pettit R. R., *Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency*, „Journal of Finance" 1972, No. 27.

Pieloch A., *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.

Poterba J. M., Summers L. M., *New Evidence that Taxes Affect Valuation of Dividends*, „Journal of Finance" 1984, No. 4.

Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999.

Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B. (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltex, Warszawa 2008.

Woźniak-Sobczak B., *Funkcje kapitału w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2005.

Wrońska E. M., *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.

Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 2007.

W y p y c h M., *Nadzór właścicielski a polityka dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, [w:] J. D u r a j (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, t. 3, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Łódź 2001.

W y p y c h M., *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. D u r a j (red.) *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Płock–Beijing–Łódź 2004.

Aleksandra Pieloch

CASH DIVIDEND PAYMENTS VS MARKET VALUE OF PUBLIC INDUSTRIAL COMPANIES – SHORT-TERM PERSPECTIVE

The main objective of this paper is to present the results of empirical research on the evolution of short-term market value of companies as a result of cash dividend payments of the industrial companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

In the theoretical part of the paper, the essence of dividend has been presented. Moreover, it shows the cash dividend payments as an income to the shareholders and the specific type of cost of raising the equity by the company.

In the empirical part, there were shown the results of studies on changes of market shares' prices in „ex-dividend" day and on the day of cash dividend payment. The study showed that the cash dividend payments reduce the market value of companies on the date on which they become income to the shareholder, and do not on the day when they are cost of equity incurred by the company.

Key words: cash dividend payments, market value of companies, cost of equity.