

**Magdalena Frasyńnik-Pietrzyk      Magdalena Walczak**

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

## **Wpływ informacji o wypłacie dywidendy na notowania spółek na GPW w Warszawie w latach 2006-2013**

**Streszczenie.** Wypłata dywidendy jest ważną decyzją strategiczną przedsiębiorstwa i oczekiwanym wynagrodzeniem za ryzyko dla akcjonariuszy. Na polskim rynku kapitałowym przybywa firm, które decydują się na podzielenie się z udziałowcami wypracowanym zyskiem. W roku 2012 decyzję taką podjęło 150 spółek, co stanowiło 34,2% wszystkich notowanych na głównym parkiecie. W artykule przeanalizowano wpływ informacji o wielkości wypłacanej dywidendy na kurs akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006-2013, wykorzystując metodę analizy zdarzeń.

**Słowa kluczowe:** dywidenda, analiza zdarzeń, różnicowa stopa zwrotu

### **Wstęp**

Jednym z czynników branych pod uwagę przez inwestorów przy wyborze akcji do portfela jest fakt wypłacania dywidendy przez spółkę. To, czy podmiot podzieli się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem, i w jakiej części, jest też ważną decyzją strategiczną. Z jednej strony zarządzający powinni wziąć pod uwagę możliwości inwestycyjne i dążenie do maksymalizacji wartości dla właścicieli, z drugiej zaś oczekiwania posiadaczy akcji co do „zasłużonego” wynagrodzenia za ponoszone ryzyko, ponieważ często inwestorzy dokonują wyborów inwestycyjnych, analizując właśnie informacje na temat polityki dywidendowej spółek. Zawiadomienie o planowanej dywidendzie jest też swoistym sposobem

komunikacji firmy z akcjonariuszami, gdyż może świadczyć o sytuacji finansowej i zapewniać o dobrej kondycji spółki. Możemy więc rozpatrywać zarówno efekty ekonomiczne, jak i psychologiczne wypłaty dywidendy. Do dwóch zainteresowanych stron dołączają jeszcze badacze, którzy szukają sposobu na zmierzenie wpływu tego zdarzenia zarówno w ujęciu ilościowym, jak i jakościowym.

## 1. Dwa nurty badań na temat dywidendy

Światowa literatura przedmiotu bogata jest w wyniki różnorodnych badań w tym obszarze. Możemy wyróżnić dwa zasadnicze nurty: 1) z punktu widzenia finansów przedsiębiorstw i podejmowania przez nie strategicznych decyzji, 2) przez pryzmat wyceny instrumentów i rezultatów w postaci zmian kursu akcji. W badaniach drugiego nurtu na temat efektu, jaki wywiera polityka dywidendowa na kurs akcji danej spółki, ważne są prace m.in. M. Gordona i J. Lintnera, którzy uważają, że droga do maksymalizacji kursu akcji w obrocie wiedzie przez wysokie dywidendy. Tak zwana teoria „wrobła w garści” zakłada, iż akcjonariusze wolą realne zyski w postaci dywidendy niż oczekiwane zyski kapitałowe<sup>1</sup>. Zupełnie odmienne stanowisko w tej kwestii zajmują w swoich pracach m.in. M.H. Miller i F. Modigliani, którzy sformułowali tezę o nieistotności dywidend. U podstaw tej teorii leży twierdzenie, że przy określonym zbiorze warunków polityka dywidendowa nie ma wpływu na rynkową wartość spółki<sup>2</sup>. Do podobnych twierdzeń doszli także F. Black i M. Scholes wskazując, że firmy nie mogą wpływać na cenę swoich akcji za pomocą dywidend. Metodologię badania wpływu m.in. dywidendy na kurs akcji spółki zaproponowali E. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll w 1969 r.<sup>3</sup> Od tej pory metoda analizy zdarzeń (*event studies*) stała się powszechnie wykorzystywanym narzędziem.

W kontekście analizy skłonności spółek do wypłacania dywidendy, w ostatnich latach uznanym standardem stała się praca E. Famy i K. Frencha<sup>4</sup>, w której autorzy sformułowali tezę o tym, że większe i rentowne spółki chętniej wypłacają dywidendę niż te o dużych możliwościach (potrzebach) inwestycyjnych. Obserwacje poczynione dla giełd nowojorskich były z powodzeniem przenoszone również na inne

<sup>1</sup> J. Lintner, *Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*, „Quarterly Journal of Economics” 1956; M.J. Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” 1959, t. 41, s. 99-105.

<sup>2</sup> M.H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business” 1961, t. 34, s. 411-433.

<sup>3</sup> E. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Economic Review” 1969, t. 10, s. 1-21.

<sup>4</sup> E. Fama, K. French, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics” 2001, t. 60, s. 3-43.

rynki, m.in. Australii, Kanady, Japonii, a także Niemiec, Francji i Wielkiej Brytanii<sup>5</sup>. W dalszej części artykułu rozważania z tego nurtu nie będą szerzej omawiane.

Na polskim rynku kapitałowym nie brakuje spółek, które wypłacają dywidendę regularnie lub okazjonalnie. W roku 2012 stanowiły one 34% wszystkich notowanych na głównym parkiecie, co pokazuje tabela 1.

Tabela 1. Liczba i procentowy udział spółek z GPW wypłacających dywidendę w latach 2005-2012

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba spółek wypłacających dywidendę	80	86	86	109	94	99	135	150
Udział spółek wypłacających dywidendę (%)	31,4	30,3	24,5	29,1	24,8	24,8	31,7	34,2
Stopa zwrotu z WIG (%)	33,7	41,6	10,4	-51,1	46,9	18,8	-20,8	26,2
Stopa dywidendy* (%)	1,80	2,00	2,80	3,10	3,60	2,40	2,90	3,90

\* wskaźnik średnioroczny dla wszystkich spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych z lat 2006-2013, dostępnych na stronie [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

Po kryzysowym roku 2008, kiedy to indeks warszawskiej giełdy spadł w ciągu roku o około 50%, liczba spółek wypłacających dywidendę ciągle wzrasta. Ciekawy może się wydać fakt, że stopa wypłaconej dywidendy w roku 2009 wyniosła średnio dla wszystkich spółek 3,6% rocznego zysku i była o 0,5 punktu procentowego wyższa niż w roku 2008. Wpływ na to z jednej strony mogły mieć żądania głównych akcjonariuszy, z drugiej zaś chęć zarządzających, aby przekazać komunikat uspokajający inwestorów.

Analiza zjawiska wypłaty dywidendy zyskuje na popularności również wśród polskich badaczy. Do wcześniejszych prac, w których opisywany był ten problem z użyciem analizy zdarzeń (*event studies*), zaliczyć można monografię H. Gurgula<sup>6</sup>, artykuły T. Słońskiego, B. Zawadzkiego<sup>7</sup>; A. Strzelczyk<sup>8</sup> i A. Perepeczo<sup>9</sup>, jednak z uwagi na wybór różnych lat i odmiennych założeń metodologicznych (określenie zdarzenia, długości okna estymacyjnego itp.) wyniki nie mogą być jednoznacznie porównywane.

<sup>5</sup> D. Denis, I. Osobov, *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics” 2008, 62-82; J.B. Chay, J. Suh, *Payout policy and cash-flow uncertainty*, „Journal of Financial Economics” 2009, t. 93, s. 88-107.

<sup>6</sup> H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.

<sup>7</sup> T. Słoński, B. Zawadzki, *Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Annales UMCS”, Sectio H, 2012, s. 125-135.

<sup>8</sup> A. Strzelczyk, *Analiza efektu publikacji komunikatów o dywidendzie spółek notowanych na GPW w Warszawie S.A. – event studies*, w: *Zastosowanie metod ilościowych w finansach i ubezpieczeniach*, red. S. Forlicz, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 197-211.

<sup>9</sup> A. Perepeczo, *Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend – przegląd wyników badań*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 761, s. 251-261.

## 2. Metodologia badań

Celem analizy jest zbadanie wpływu reakcji ceny akcji na kwotę wypłacanej dywidendy. Metodą użytą w badaniu jest analiza zdarzeń, która polega na określeniu tzw. „zdarzenia” (którego wpływ będzie analizowany), a także „okna zdarzenia” i „okna estymacyjnego” (określonego czasu przed i po „zdarzeniu”), na podstawie których szacowane będą parametry modelu teoretycznej stopy zwrotu. Następnie porównane zostaną uzyskane rzeczywiste, osiągnięte stopy zwrotu z akcji dla spółki, której dotyczy zdarzenie i wyliczona dla nich stopa teoretyczna z modelu.

W badaniu analiza przeprowadzona została dla 13 spółek notowanych na GPW w Warszawie, wypłacających regularnie dywidendy od 2005 do 2013 r. Większość badań empirycznych przeprowadzonych na różnych rynkach pokazuje, że zapowiedź zmiany w wysokości dywidendy powoduje zmiany cen akcji w tym samym kierunku. W przeprowadzonym badaniu jako datę ogłoszenia dywidendy (zajście zdarzenia) przyjęto datę walnego zgromadzenia danej spółki, na którym podjęto uchwałę o wypłacie dywidendy. Dla każdego zdarzenia zdefiniowane zostało okno estymacyjne i okno zdarzenia<sup>10</sup>. Okno zdarzenia składa się z pięciu dni: dwóch poprzedzających, dnia walnego zgromadzenia i dwóch następujących po nim. Okno estymacyjne składa się z 30 obserwacji poprzedzających okno zdarzenia, służących do estymacji podstawowych parametrów modelu. Wybór krótkiego okresu spowodowany jest koniecznością eliminacji zdarzeń zaburzających badania, zmian cen akcji spowodowanych wydarzeniami innymi niż ogłoszenie informacji o wypłacie dywidendy.

W pierwszym kroku policzone zostały logarytmiczne stopy zwrotu dla akcji wszystkich 13 spółek w 9 okresach 35-dniowych. Dla analizowanych okresów oszacowano parametry modelu Sharpe'a według wzoru:

$$\tilde{R}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + \varepsilon_{i,t},$$

gdzie:

- $\tilde{R}_{i,t}$  – stopa zwrotu z akcji  $i$  w okresie  $t$ ,
- $R_{M,t}$  – stopa zwrotu z indeksu akcji w okresie  $t$ ,
- $\alpha_i, \beta_i$  – parametry modelu,
- $\varepsilon_{i,t}$  – czynnik losowy dla akcji  $i$  w okresie  $t$ .

Za stopę zwrotu z portfela rynkowego przyjęto stopy zwrotu indeksu WIG20.

Dla tych samych okresów określono również parametry modelu CAPM, zgodnie z wzorem:

$$\tilde{R}_{i,t} = R_{F,t} + \beta_i (R_{M,t} - R_{F,t}) + \varepsilon_{i,t},$$

gdzie  $R_{F,t}$  – stopa wolna od ryzyka.

<sup>10</sup> H. Gurgul, op. cit.

Dla każdego dnia okna zdarzenia i estymacyjnego zostały policzone nadwyżkowe stopy zwrotu, będące różnicą między osiągniętą stopą zwrotu a teoretyczną wartością z modelu Sharpe'a i modelu CAPM:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{M,t},$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (R_{F,t} + \beta_i (R_{M,t} - R_{F,t})).$$

W kolejnym kroku dokonano podziału wszystkich zdarzeń na trzy grupy. W grupie pierwszej znalazły się spółki, w przypadku których decyzją walnego zgromadzenia obniżone zostały dywidendy w stosunku do wypłaconych w roku poprzednim, w grupie drugiej spółki, w których utrzymano dywidendę na tym samym poziomie i w ostatniej – spółki, które na podstawie decyzji akcjonariuszy miały wypłacić wyższą dywidendę. Dla każdej grupy policzone zostały średnie nadwyżkowe stopy zwrotu w dniu  $t$  należącym do okna zdarzenia według wzoru<sup>11</sup>:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N_k} \sum_{i=1}^{N_k} AR_{i,t},$$

gdzie  $N_k$  – liczebność grupy, oraz odchylenia standardowe średnich nadwyżkowych stóp zwrotu z całego okresu estymacyjnego według wzoru:

$$\hat{\sigma}[\overline{AR}_t] = \sqrt{\frac{1}{29} \sum_{t=1}^{30} (\overline{AR}_t - \overline{\overline{AR}})^2},$$

gdzie  $\overline{\overline{AR}}$  – przeciętna nadwyżkowa stopa zwrotu w okresie estymacyjnym wyrażona wzorem:

$$\overline{\overline{AR}} = \frac{1}{30} \sum_{t=1}^{30} \overline{AR}_t.$$

W celu zweryfikowania hipotezy  $H_0$ , mówiącej, że średnia nadwyżkowa stopa zwrotu w oknie zdarzenia jest równa 0, należy obliczyć statystykę testową wyrażoną jako iloraz średniej oraz odchylenia standardowego, zgodnie z wzorem:

$$t = \frac{\overline{AR}_t}{\hat{\sigma}[\overline{AR}_t]}.$$

Przyjmując założenie o niezależności zmiennych losowych  $\overline{AR}_t$  oraz o normalności ich rozkładu, statystyka  $t$  ma rozkład  $t$  Studenta o  $N_k - 1$  stopniach swobody (przy założeniu prawdziwości hipotezy  $H_0$ ).

<sup>11</sup> H. Gurgul, op. cit.

### 3. Wyniki badań empirycznych

Pierwszym etapem badań było oszacowanie dziennych nadwyżkowych stóp zwrotu w oknie zdarzenia. Tabele 2 i 3 zawierają statystyki opisowe dla dziennych nadwyżkowych stóp zwrotu dwa dni przed, w dniu i dwa dni po ogłoszeniu informacji o wysokości dywidendy dla modelu Sharpe'a i CAPM.

Tabela 2. Statystyki opisowe dla dziennych różnicowych stóp zwrotu oszacowanych z wykorzystaniem modelu Sharpe'a (wielkość próby 117)

Statystyka	Dzień $t$				
	-2	-1	0	1	2
Minimum (%)	-5,42	-7,02	-6,55	-6,58	-8,39
Maximum (%)	7,93	5,91	18,59	21,75	6,59
Mediana (%)	0,05	-0,08	0,02	-0,05	-0,18
Średnia (%)	-0,02	-0,19	0,16	0,20	-0,17
Odchylenie (%)	1,788	1,885	2,659	3,183	1,979
Skośność	0,6369	-0,3988	2,8870	2,9823	-0,1911
Kurtoza	7,1486	5,6127	22,6540	21,5379	5,8783

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań spółek z bossa.pl [1.10.2013].

Tabela 3. Statystyki opisowe dla dziennych różnicowych stóp zwrotu oszacowanych z wykorzystaniem modelu CAPM (wielkość próby 117)

Statystyka	Dzień $t$				
	-2	-1	0	1	2
Minimum (%)	-5,58	-7,35	-6,50	-6,98	-9,06
Maximum (%)	7,27	5,11	18,55	22,25	6,15
Mediana (%)	0,03	0,01	0,04	0,00	-0,21
Średnia (%)	-0,01	-0,15	0,18	0,23	-0,14
Odchylenie (%)	1,697	1,805	2,663	3,170	1,989
Skośność	0,4922	-0,4934	2,9199	3,1397	-0,3956
Kurtoza	6,8268	5,8199	22,4916	23,2635	6,3647

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań spółek z bossa.pl [1.10.2013].

Wartości oszacowań poszczególnych statystyk nie różnią się istotnie w zależności od przyjętego modelu.

Najwyższą różnicową stopę zwrotu można było zaobserwować dzień po ogłoszeniu informacji o wypłacie dywidendy, również w tym dniu zanotowano największy rozstęp. Wskazuje to na bardzo zróżnicowaną reakcję cen akcji analizowanych spółek. Dzień ten charakteryzował się również największym odchyleniem standardowym, co może świadczyć o reakcji inwestorów na informację

o poziomie dywidendy w danym roku. Jest to pewna niezgodność z obserwacjami innych autorów, którzy zaobserwowali najwyższe stopy zwrotu w dniu ogłoszenia informacji o wysokości dywidendy. Fakt ten może być jednak spowodowany czasem (godziną) upublicznienia informacji. Część obrad walnych zgromadzeń może mieć miejsce już po zakończeniu notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Kolejnym etapem badań była analiza wpływu informacji o wypłacie dywidendy na zmianę cen akcji w trzech grupach obserwacji. Dane tej analizy zostały zawarte w tabelach 4 i 5.

Tabela 4. Dzielne średnie różnicowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia (model Sharpe'a) wraz ze statystykami  $t$  Studenta i wartościami  $p$

Dzień $t$	Spadek dywidendy			Stała dywidenda			Wzrost dywidendy		
	śr. $AR_t$ (%)	$t$ Studenta	$p$ -value	śr. $AR_t$ (%)	$t$ Studenta	$p$ -value	śr. $AR_t$ (%)	$t$ Studenta	$p$ -value
-2	0,27	0,643	0,525	-0,67	-1,099	0,293	-0,05	-0,227	0,821
-1	-0,80	-1,890	0,068	0,02	0,033	0,974	0,07	0,319	0,751
0	1,04	2,469	0,019	1,06	1,737	0,108	-0,43	-1,935	0,057
1	0,50	1,190	0,243	-0,58	-0,943	0,364	0,21	0,953	0,344
2	-0,40	-0,943	0,353	-0,45	-0,740	0,473	0,01	0,024	0,981
Liczebność grupy	33			13			71		

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań spółek z bossa.pl [1.10.2013].

W tabeli 4 przedstawiono reakcje cen akcji na zmiany wysokości dywidendy. Średnia różnicowa stopa zwrotu dla 71 decyzji walnych zgromadzeń o podwyższeniu wysokości dywidendy jest dodatnia w dniu poprzedzającym i następującym po walnym zgromadzeniu oraz dwa dni po decyzji. Badania światowe pokazują, że stopy te są zazwyczaj dodatnie. Stanowi to potwierdzenie, że zapowiedź wzrostu dywidendy jest traktowana przez inwestorów jako sygnał pozytywny. Podobna sytuacja powinna wystąpić w przypadku utrzymania dywidendy na poziomie sprzed roku. W analizowanym badaniu jedynie w dniu poprzedzającym i w dniu walnego zgromadzenia różnicowe stopy są dodatnie. W sytuacji podjęcia decyzji o obniżeniu wysokości dywidendy ujemne są jedynie dwie różnicowe stopy zwrotu (dzień przed i 2 dni po uchwale o wypłacie dywidendy).

Wyniki te zostały zweryfikowane statystycznie poprzez postawienie hipotezy, że średnie różnicowe stopy zwrotu w tych dniach nie różnią się od 0 (hipoteza  $H_0$ ). W tym celu zostały policzone statystyki rozkładu  $t$  Studenta dla oszacowań wartości średnich różnicowych stóp zwrotu. Ich wartość wskazuje, że za istotne statystycznie można uznać jedynie różnicowe stopy zwrotu w dniu  $t = 0$  (poziom

istotności odpowiednio 0,019 dla spadku dywidendy i 0,057 dla wyższej dywidendy). W pozostałych przypadkach brak jest podstaw do odrzucenia hipotezy  $H_0$ .

Tabela 5. Dienne średnie różnicowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia (model CAPM) wraz ze statystykami  $t$  Studenta i wartościami  $p$

Dzień $t$	Spadek dywidendy			Stała dywidenda			Wzrost dywidendy		
	śr. $AR_t$ (%)	$t$ Studenta	$p$ -value	śr. $AR_t$ (%)	$t$ Studenta	$p$ -value	śr. $AR_t$ (%)	$t$ Studenta	$p$ -value
-2	0,28	0,661	0,513	-0,62	-1,017	0,329	-0,02	-0,108	0,914
-1	-0,79	-1,872	0,070	0,07	0,115	0,910	0,10	0,468	0,641
0	1,05	2,487	0,018	1,11	1,819	0,094	-0,39	-1,758	0,083
1	0,51	1,209	0,236	-0,53	-0,860	0,406	0,24	1,072	0,287
2	-0,39	-0,924	0,362	-0,40	-0,658	0,523	0,03	0,132	0,896
Liczebność grupy	33			13			71		

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań spółek z bossa.pl [1.10.2013].

W tabeli 5 przedstawiono reakcje cen akcji na zmiany wysokości dywidendy, wykorzystując do analizy model CAPM. Podobnie jak w przypadku analizy z wykorzystaniem modelu Sharpe'a, średnia różnicowa stopa zwrotu dla 71 decyzji walnych zgromadzeń o podwyższeniu wysokości dywidendy jest dodatnia w dniu poprzedzającym i następującym po walnym zgromadzeniu oraz dwa dni po decyzji. W przypadku utrzymania dywidendy na poziomie sprzed roku, jedynie w dniu poprzedzającym i w dniu walnego zgromadzenia różnicowe stopy są dodatnie, tak samo jak w przypadku modelu Sharpe'a.

Tabela 5 prezentuje również statystyki rozkładu  $t$  Studenta dla oszacowań wartości średnich różnicowych stóp zwrotu. Ich wartość wskazuje, że za istotne statystycznie, podobnie jak dla modelu Sharpe'a, można uznać jedynie różnicowe stopy zwrotu w czasie  $t = 0$  (poziom istotności 0,018 dla spadku dywidendy).

## Wnioski

Z przeprowadzonych badań, dotyczących wpływu informacji o wysokości wypłacanej dywidendy na cenę akcji, wynika, że w dniu ogłoszenia decyzji walnego zgromadzenia różnicowa stopa zwrotu była dodatnia w sytuacji zapowiedzi niższej dywidendy i ujemna, gdy dywidenda w stosunku do wypłacanej w roku ubiegłym wzrosła. Otrzymane wyniki różnią się od spodziewanych, uzyskiwanych z badań rynków rozwiniętych, natomiast w części pokrywają się z rezultatami otrzymanymi przez T. Słońskiego, B. Zawadzkiego oraz A. Strzelczyk. Należy



wziąć pod uwagę, że analizie poddano kursy akcji tylko tych spółek, które wypłacały dywidendę nieprzerwanie przez 7 lat, co może różnić tę grupę od innych firm wypłacających dywidendę sporadycznie. Drugim czynnikiem mogącym wpływać na wyniki jest dobór zdarzenia. Wprawdzie akcjonariusze nie mają pewności w kwestii dywidendy do momentu uchwalenia decyzji na walnym zgromadzeniu, ale informacje o planowanej jej wielkości docierają na rynek wcześniej i do terminu Zgromadzenia mogą być już zdyskontowane w cenach akcji. Analizowany okres był dość krótki, a badanie obejmowało jedynie akcje 13 spółek, niemniej jednak otrzymane wyniki zachęcają do kontynuacji badań w tym zakresie. Konieczne wydaje się uzupełnienie badań o analizę zmian obrotu akcjami poszczególnych spółek po otrzymaniu informacji o dywidendzie, a także zmian składu akcjonariatu.

## Literatura

- Black F., Scholes M., *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*, „Journal of Financial Economics” 1974, t. 1.
- Black F., *The Dividend Puzzle*, „Journal of Portfolio Management” 1976, t. 2.
- Chay J.B., Suh J., *Payout policy and cash-flow uncertainty*, „Journal of Financial Economics” 2009, t. 93.
- Denis D., Osobov I., *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics” 2008, t. 89.
- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Economic Review” 1969, t. 10.
- Fama E., French K., *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics” 2001, t. 60.
- Gordon M.J., *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” 1959, t. 41.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Lintner J., *Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, t. 78.
- Miller M.H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business” 1961, t. 34.
- Nissim D., Ziv A., *Dividend Changes and Future Profitability*, „The Journal of Finance” 2001, t. 56.
- Perepeczo A., *Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend- przegląd wyników badań*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 761.
- Stoński T., Zawadzki B., *Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Annales UMCS”, Sectio H, 2012, t. XLVI, 1.
- Strzelczyk A., *Analiza efektu publikacji komunikatów o dywidendzie spółek notowanych na GPW w Warszawie S.A. – event studies*, w: *Zastosowanie metod ilościowych w finansach i ubezpieczeniach*, red. S. Forlicz, CeDeWu, Warszawa 2012.

### **The impact of dividend payment information on the stock price on the Warsaw Stock Exchange in the period 2006-2013**

**Summary.** The dividend is an important strategic decision for the company and the expected recompense for the risk to shareholders. On the Polish capital market more companies decide to share generated return with the shareholders. In 2012, there were 150 companies, which was 34.2% of all listed on the main floor. In this paper event studies method is used to examine the impact of information about the dividend paid on the share price of the companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 2006-2013.

**Key words:** dividends, event studies, abnormal returns