

Czy cateringowa teoria dywidend ma zastosowanie na rynku polskim?

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak*

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza możliwości zastosowania cateringowej teorii dywidend do wyjaśniania decyzji dotyczących polityki dywidend niefinansowych spółek giełdowych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W badaniu wykorzystano metodę studiów literaturowych, analizę korelacji rang Spearmana oraz metodę indukcji i dedukcji. Badaniem objęto grupę niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2012. Wyniki badań nie potwierdziły statystycznie istotnej zależności pomiędzy względną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w kolejnym roku (dla niefinansowych spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2012). Badanie wykazało natomiast statystycznie istotny związek pomiędzy zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy a stopą zwrotu z indeksu WIG.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, cateringowa teoria dywidend, finanse behawioralne

Wprowadzenie

Badania nad istotą dywidendy rozpoczęły się wraz z pionierskimi pracami Gordona (1959), Lintnera (1956), Millera i Modiglianiego (1958, 1961). W 1976 Black porównał problematykę dywidendową do puzzli, których elementy do siebie nie pasują, bowiem mimo wielu lat badań prowadzonych w tym obszarze, pomimo powstania szeregu teorii i koncepcji, z których wiele wzajemnie się wyklucza, wpływ dywidendy na wartości przedsiębiorstwa pozostaje zagadnieniem nadal nierozwiązanym.

Cateringowa teoria dywidend (*catering theory*), zaproponowana przez Bakera i Wuglera (2004a, 2004b), wywodzi się z nurtu finansów behawioralnych. Zakłada, że wypłata dywidendy inicjowana jest wówczas, gdy akcje spółek wypłacających dywidendy wyceniane są wyżej (z premią) niż akcje spółek niewypłacających dywidendy. Ową premię autorzy nazywają premią dywidendową (*dividend premium*).

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wstępnych wyników badań dotyczących możliwości zastosowania teorii cateringowej do wyjaśnienia decyzji dotyczących polityki dywidend przez niefinansowe spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2012.

* dr Bogna Kaźmierska-Jóźwiak, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź, e-mail: bognakaj@uni.lodz.pl.

Artykuł jest skonstruowany następująco: w części pierwszej omówiono istotę cateringowej teorii dywidend, w części drugiej zawarto opis próby badawczej oraz zastosowanej metodologii, w części trzeciej przedstawiono wyniki badań własnych, część czwarta artykułu zawiera uwagi końcowe.

1. Cateringowa teoria dywidend na tle innych teorii polityki dywidend

Cateringowa teoria dywidend (*catering theory*) opracowana została przez Bakera i Wuglera (2004a, 200b) na podstawie teorii behawioralnej Shefrina i Statmana (1984). Baker i Wugler prowadzili badania dla wyjaśnienia przyczyn systematycznego spadku udziału spółek wypłacających dywidendy w populacji spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych potwierdzonych przez Famę i Frencha (2001). Autorzy wprowadzają w swoich badaniach zmienną, którą nazywają premią dywidendową (*dividend premium*). Miernikiem tym określają różnicę pomiędzy średnią wartością wskaźnika kapitalizacji rynkowej (*market value*) do wartości księgowej (*book value*) spółek płacących dywidendy i spółek, które nie płacą dywidend. Następnie analizują, czy zagregowana stopa inicjacji wypłat dywidend oraz zaprzestania wypłat są powiązane z premią dywidendową, twierdzą bowiem, że skłonność spółek do wypłaty dywidendy wzrasta wraz ze wzrostem różnicy pomiędzy wyceną przez rynek spółek wypłacających dywidendy i niewypłacających dywidendy (wraz z premią dywidendową). Spółki inicjują wypłacanie dywidend, gdy akcje spółek dywidendowych są wyżej wyceniane przez rynek w stosunku do akcji spółek niedywidendowych i zaprzestają w sytuacji odwrotnej. W następstwie czego wyceny akcji spółek płacących dywidendy są wysokie w okresach dużego popytu na dywidendy niskie, gdy popyt jest niewielki. Według Bakera i Wuglera menadżerowie dają inwestorom to, czego oni oczekują, a inicjowanie lub zaprzestanie wypłaty dywidendy wynika z faktu dostosowywania się menadżerów do okresowych zmian w preferencjach inwestorów. Zgodnie z teorią, racjonalni menadżerowie dostosowują politykę dywidend do zmian preferencji niekoniecznie racjonalnych inwestorów (Konieczka, Szyszka 2013: 175).

Teoria cateringowa składa się z głównych elementów. Po pierwsze zakłada, że popyt inwestorów na akcje spółek, które płacą dywidendy, może zmieniać się w czasie. Po drugie, wpływ zmian popytu na ceny akcji nie może być skutecznie ograniczony za pomocą arbitrażu. Po trzecie wreszcie, menadżerowie racjonalnie oceniają korzyści wynikające z cateringu i decydują się na wypłatę dywidendy, gdy inwestorzy skłonni są płacić wysokie ceny za akcje spółki dywidendowej, zaprzestają zaś płacić, gdy inwestorzy wyżej wyceniają akcje spółek niedywidendowych (Gajdka 2013: 154–155).

Baker i Wugler testowali cateringową teorię dywidend na danych z rynku amerykańskiego za lata 1963–2000. Potwierdzili dodatnią, istotną statystycznie korelację pomiędzy premią dywidendową a udziałem spółek płacących dywidendy. Wykorzystując metodologię Bakera i Wuglera (2004) Ferris, Sen, Yui (2006) testowali zastosowanie teorii cateringowej

na rynku Wielkiej Brytanii. Autorzy potwierdzili, że w latach 1988–2002 relatywna zmiana wyceny spółek płacących dywidendy w stosunku do spółek niepłacących, wyjaśnia zmiany skłonności do wypłaty dywidend. Natomiast teorii cateringowej nie potwierdziły badania Eije i Megginsona (2008), którzy testowali dane z lat 1989–2005 dla 15 krajów, należących do Unii Europejskiej przed 2004 rokiem. Wyniki badań Denisa i Osobova (2008), prowadzonych na rynkach Stanów Zjednoczonych, Kanady, Wielkiej Brytanii, Francji i Japonii są niejednoznaczne. Autorzy sugerują, że poza rynkiem amerykańskim nie mają dowodów na poparcie cateringowej teorii dywidend (Denis, Osobov 2008: 80).

Na rynku polskim problematykę teorii cateringowej podejmowali między innymi Konieczka i Szyszka (2013) oraz Gajdka (2013). Konieczka i Szyszka (2013), którzy badali rynek amerykański (lata 1983–2011), potwierdzili statystycznie istotną zależność pomiędzy premią dywidendową a odsetkiem spółek wypłacających dywidendę. Z kolei wyniki badania Gajdki (2013), przeprowadzonego na ogóle spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000–2011, nie pozwoliły na potwierdzenie zastosowania teorii cateringowej do wyjaśnienia zmiany w zakresie polityki dywidendowej prowadzonej przez polskie spółki giełdowe.

Teoria Bakera i Wuglera zawiera pewne uproszczenia. Li i Lie (2006) wskazują, że słabą stroną teorii jest klasyfikowanie spółek na płacące dywidendy i niepłacące dywidend – co jest sprowadzeniem problemu dywidendowego jedynie do pytania, czy płacić, a nie ile wypłacić, czy zmniejszyć, czy zwiększyć poziom dywidendy. Zatem o ile model Bakera i Wuglera może wyjaśnić, dlaczego niektóre spółki inicjują wypłatę części zysku dla akcjonariuszy, a inne zaprzestają, o tyle nie może wyjaśnić, dlaczego spółki zmieniają poziom wypłacanych dywidend. Li i Lie proponują zatem rozszerzenie modelu Bakera i Wuglera, uwzględniając nie tylko fakt inicjowania czy zaprzestania wypłacania dywidendy, ale także zmiany w poziomie dywidend. Wyniki badań Li i Lie (2006), dotyczące spółek z rynku amerykańskiego z lat 1963–2000, uwzględniające poziom dywidend, potwierdziły dodatnią korelację poziomu dywidend z premią dywidendową.

2. Opis próby badawczej i metodologii

Badanie przeprowadzono na grupie spółek niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie w okresie 2001–2012. Dane finansowe konieczne do weryfikacji hipotez pozyskano z bazy Thompson Reuters. Celem badania była analiza możliwości wykorzystania cateringowej teorii dywidend do wyjaśnienia decyzji podejmowanych przez spółki w zakresie wypłat dywidendy. Zgodnie z teorią cateringową założono, że spółki podejmują decyzje o wypłacie dywidendy, gdy spółki dywidendowe są wyceniane przez rynek wyżej w stosunku do spółek niepłacących dywidend. W związku z powyższym hipoteza pierwsza brzmi następująco:

H1: istnieje dodatnia zależność pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w kolejnym roku.

Badanie analizuje również, czy na rynku polskim kapitałowym koniunktura ma wpływ na decyzje o wypłacie dywidendy, a w szczególności czy w okresach dekonunktury spółki dywidendowe są wyżej wyceniane, a spółki chętniej podejmują decyzje o wypłacie dywidendy (Fuller, Goldstein 2011; Konieczka, Szyszka 2013).

Wobec powyższego hipotezy H2 i H3 mają następującą postać:

H2: istnieje ujemna zależność pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku a stopą zwrotu z indeksu WIG;

H3: istnieje ujemna zależność pomiędzy zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy w danym roku a stopą zwrotu z indeksu WIG.

Założono, że pierwszej kolejności analizie należy poddać liczbę i udział niefinansowych spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wypłacających dywidendy. W związku z powyższym w każdym roku okresu badawczego badane spółki podzielono dwie grupy – spółki wypłacające dywidendę w danym roku (*dividend payers*) oraz spółki niewypłacające dywidendy (*dividend nonpayers*). Dodatkowo dla pokazania obrazu zachowań dywidendowych badanych spółek, wyodrębniono te, które w roku t rozpoczynały wypłatę dywidendy (*new payers*).

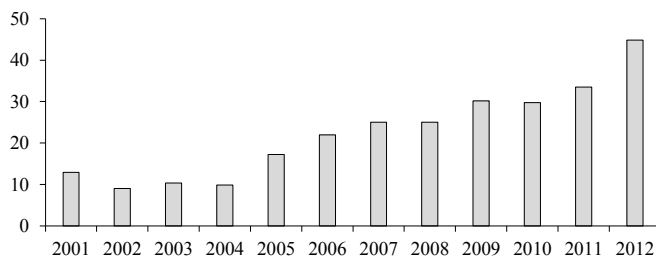
Zgodnie z metodologią Bakera i Wurglera, wykorzystując zasoby bazy Thompson Reuters, dla każdej ze spółek wyznaczono wartości wskaźnika MV/BV, a następnie średnie arytmetyczne wskaźnika MV/BV dla grup spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy w poszczególnych latach okresu badawczego. Następnie wyliczono wielkości premii za dywidendę dla kolejnych lat okresu badawczego. Relatywna zmiana premii za dywidendę wyznaczona została jako różnica między wielkością premii w roku bazowym i roku poprzednim. Badano statystyczną istotność korelacji pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w kolejnym roku.

Do weryfikacji drugiej i trzeciej hipotezy konieczne było wyznaczenie stóp zwrotu z indeksu WIG – dane pozyskano z roczników giełdowych GPW w Warszawie za lata 2001–2012.

W celu weryfikacji przyjętych hipotez przeprowadzono analizę korelacji. Z uwagi na fakt, że mamy do czynienia z nieliczną zbiorowością (dane roczne), a zależności pomiędzy zmiennymi mają charakter krzywoliniowy, zastosowano współczynnik korelacji rang Spearmana.

3. Wyniki badania

Analiza niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2012 wypłacających dywidendę nie potwierdziła trendu z rynku amerykańskiego (rys. 1). Co więcej, udział spółek niefinansowych wypłacających dywidendy w ogólnej liczbie badanych spółek, wykazuje tendencję wzrostową. Jak zauważono, w początkowych latach okresu badawczego jedynie niewielki odsetek analizowanych spółek podejmował decyzje o dzieleniu się zyskiem z akcjonariuszami (w roku 2002 niespełna 10%, podczas gdy w roku 2012 niemal 45%). Należy jednak pamiętać, że w roku 2001 Warszawska Giełda Papierów Wartościowych świętowała zaledwie 10. rocznicę istnienia – rynek był w początkowej fazie rozwoju, spółki zatrzymywały wypracowany zysk, aby zwiększyć możliwości inwestycyjne. Znaczący wzrost udziału spółek wypłacających dywidendy w próbie badawczej zaobserwowano w roku 2005, na co wpływ mogła mieć zmiana w zakresie systemu opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych wprowadzona w roku 2004.

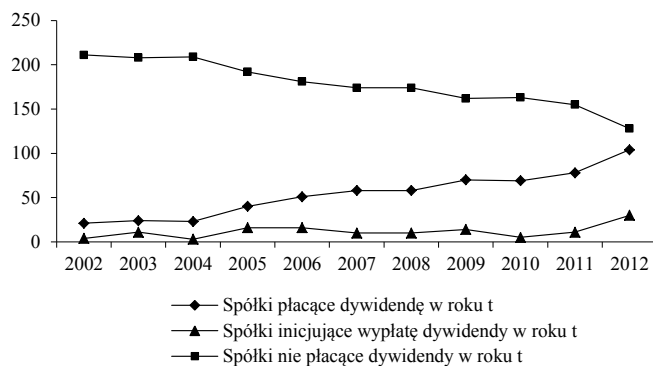


Rysunek 1. Udział spółek płacących dywidendę w danym roku okresu badawczego w ogólnej liczbie badanych spółek (%)

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 2 przedstawiono liczbę niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2002–2012, sklasyfikowanych (Fama, French 2001) na spółki wypłacające dywidendy, spółki niewypłacające dywidendy, spółki płacące dywidendę po raz pierwszy.

Analiza potwierdza wzrostowy trend liczby spółek wypłacających dywidendy, przy jednoczesnym spadkowym trendzie liczby spółek niewypłacających dywidend. W roku 2012 liczba spółek, które nie dzielą się zyskiem z akcjonariuszami (128 spółek), wciąż przewyższa liczbę spółek, które podjęły decyzje o wypłacie części zysku akcjonariuszom (104 spółki), jednak ta różnica jest niewielka w porównaniu do sytuacji z roku 2002. Ponadto, szczególnie wyraźny wzrost liczby spółek płacących dywidendę/spadek liczby spółek niepłacących dywidendy, zauważono w roku 2004.



Rysunek 2. Liczba niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w podziale na spółki wypłacające dywidendy i spółki niewypłacające dywidendy

Źródło: opracowanie własne.

Analiza liczby spółek inicjujących wypłatę dywidendy w latach 2002–2012 nie wskazuje na wyraźny trend. Zdecydowanie najwięcej – 30 spółek – po raz pierwszy w badanym okresie podjęło decyzję o wypłacie akcjonariuszom części zysku netto (rys. 2, tab. 1).

Tabela 1

Liczba spółek wypłacających dywidendę oraz liczba spółek inicjujących wypłatę dywidendy w kolejnych latach okresu badawczego

Rok	Liczba spółek płaćących dywidendę	Liczba spółek inicjujących wypłatę dywidendy
2002	21	4
2003	24	11
2004	23	3
2005	40	16
2006	51	16
2007	58	10
2008	58	10
2009	70	14
2010	69	5
2011	78	11
2012	104	30

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 przedstawiono średnie wartości wskaźnika MV/BV dla spółek płaćących dywidendę i spółek niepłaćących dywidendy oraz wartości premii dywidendowej dla poszczególnych lat okresu badawczego.

Tabela 2

Rynkowa wycena spółek płacących dywidendę oraz spółek niepłacących dywidendy w latach 2001–2012

Rok	Średnia wartość wskaźnika MV/BV dla spółek płacących dywidendę	Średnia wartość wskaźnika MV/BV dla spółek niepłacących dywidendy	Premia dywidendowa
2001	1,1903	4,1680	-2,9777
2002	1,1261	2,1137	-0,9876
2003	1,4129	2,0949	-0,6820
2004	2,8382	1,9347	0,9035
2005	2,4060	1,9340	0,4720
2006	2,3447	1,9255	0,4192
2007	2,3206	1,9283	0,3923
2008	2,3124	1,9283	0,3841
2009	2,3221	1,8956	0,4265
2010	2,5556	1,7994	0,7562
2011	2,4667	1,8045	0,6622
2012	2,5286	1,6114	0,9172

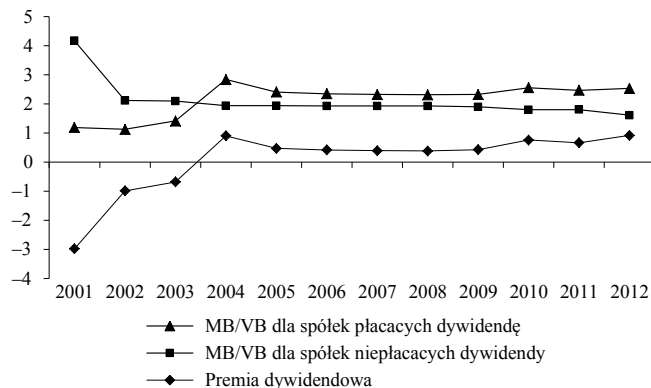
Źródło: opracowanie własne.

W analizowanym okresie zauważono dość znaczne wahania w poziomie premii dywidendowej – najniższą wartość premii dywidendowej dla badanego okresu (-2,9777) odnotowano w roku 2001, najwyższą (0,9172) w roku 2012. Co istotne, jedynie w trzech pierwszych latach odnotowano wartości ujemne, przy czym w roku 2002 i 2003 wartości te były znacznie wyższe od wartości minimalnej (odpowiednio -0,9876; -0,6820). Wobec powyższego, jedynie w trzech pierwszych latach średnio spółki dywidendowe były wyceniane przez rynek relatywnie niżej niż spółki niepłacące dywidendy. W pozostałych latach średnio spółki dywidendowe były wyceniane przez rynek relatywnie wyżej niż spółki niepłacące dywidendy. Co istotne, od roku 2006 wartość premii dywidendowej wykazuje tendencję wzrostową. Poziom średniej wartości wskaźnika MV/BV dla spółek płacących dywidendę i dla spółek niepłacących dywidendy oraz poziom premii dywidendowej dla poszczególnych lat okresu badawczego przedstawiono w sposób graficzny na rysunku 3.

W celu weryfikacji postawionych hipotez, zastosowano analizę korelacji. Wyliczone współczynniki korelacji rang Spearmana pomiędzy parami zmiennych wynikającymi z poszczególnych hipotez przedstawiono w tabeli 3.

Pomimo iż w wyniku badania uzyskano, zgodnie z oczekiwaniami, dodatni znak współczynnika korelacji pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w kolejnym roku (zależności wynikające z hipotezy H1), to jednak zależność ta jest nieistotna ze statystycznego punktu widzenia. W przypadku zmiennych wynikających z hipotezy H2, współczynnik rang Spearmana wynosi -0,045 – co oznacza, że nie ma związku (Ostasiewicz i in. 2003) pomiędzy

relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku a stopą zwrotu z indeksu WIG. Ponadto, podobnie jak w przypadku hipotezy H1, zależność ta nie jest statystycznie istotna.



Rysunek 3. Kształtowanie się wskaźników MV/BV dla spółek płacących dywidendę oraz spółek niepłacących dywidendy oraz premii dywidendowej

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3

Wartości współczynników korelacji dla poszczególnych hipotez

Hipoteza	Współczynnik korelacji	p value
H1	0,260	0,441
H2	-0,045	0,894
H3	0,528*	0,095

* Istotność statystyczna na poziomie $\alpha = 0,1$.

Źródło: opracowanie własne.

Badana zależność wynikająca z hipotezy H3 – pomiędzy zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy a stopą zwrotu z indeksu WIG – jest istotna jedynie na poziomie $\alpha = 0,1$. Współczynnik korelacji pomiędzy zmiennymi zdefiniowanymi na potrzeby hipotezy H3 jest, wbrew oczekiwaniom, dodatni. Natomiast wartość współczynnika korelacji równa 0,528 świadczy o umiarkowanej zależności (Ostasiewicz i in. 2003) pomiędzy analizowanymi cechami. Wynik ten zaprzecza (przy dość niskiej wiarygodności) hipotezie H3 i świadczy o tym, że w warunkach polskich, wraz z poprawą koniunktury giełdowej, powinna wzrastać liczba spółek wypłacających dywidendy. Wynik ten jest sprzeczny z wynikami badań Konieczki i Szyszki (2013), którzy wykazali (również przy dość niskim poziomie istotności statystycznej), że spadek koniunktury na amerykańskim rynku giełdowym powoduje wzrost odsetka spółek wypłacających dywidendę.

Uwagi końcowe

Istota teorii Bakera i Wuglera opiera się na tzw. premii dywidendowej – różnicy w wycenie spółek płacących dywidendy w stosunku do spółek niepłacących dywidendy. W artykule przedstawiono wstępne wyniki badań, które nie potwierdziły statystycznie istotnej zależności pomiędzy relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w kolejnym roku (dla niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2012). Niepotwierdzenie cateringowej teorii dywidend jest zbieżne z wynikami badań dla 15 państw starej Unii Europejskiej von Eije i Megginson (2008) oraz wynikami badania ogółu spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1999–2010 prowadzonymi przez Gajdkę (2013).

Badanie wykazało z natomiast statystycznie istotny związek pomiędzy zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy a stopą zwrotu z indeksu WIG. Dodatkowo, umiarkowana zależność (współczynnik korelacji rang Spearmana wynosi 0,528) wskazuje, przeciwnie niż dla rynku amerykańskiego, że w czasach koniunktury na rynku kapitałowym wzrasta odsetek spółek wypłacających dywidendy.

Badanie pozwala również na wyciągnięcie pewnych wniosków dotyczących polityki dywidend badanych niefinansowych spółek giełdowych. W przeciwieństwie do rynku amerykańskiego czy brytyjskiego, wzrasta liczba niefinansowych spółek publicznych, wypłacających dywidendy. W 2002 roku dywidendę wypłacało jedynie 21 spółek, nie wypłacało 211, w roku 2012 – wypłacało już 104, nie wypłacało 128. Nie tylko liczba, ale i udział niefinansowych, publicznych spółek wypłacających dywidendy w ogólnej liczbie badanych spółek, wykazuje tendencję wzrostową.

Uzyskane wyniki nie dają podstaw do stwierdzenia, iż cateringowa teoria dywidend może wyjaśniać przyczyny inicjowania czy zaprzestania wypłaty dywidendy przez badane spółki. Tym niemniej niniejsze badanie należy traktować jako wstępne. Dalsze badania mogą być prowadzone z wykorzystaniem innych metod wyznaczania premii dywidendowej, czy wręcz uwzględnić, sugerowane przez Li i Lie (2006), zmiany w poziomie dywidend, a nie tylko fakt rozpoczynania wypłat.

Literatura

- Baker M., Wurgler J. (2004), *Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives*, „Journal of Financial Economics” vol. 73, no. 2, s. 271–288.
- Baker M., Wurgler J. (2004), *A Catering Theory of Dividend*, „The Journal of Finance” vol. LIX, no. 3, s. 1125–1165.
- Denis D., Osobov I. (2008), *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics” vol. 89, iss. 1, s. 62–82.
- Eije H. von, Megginson H. (2008), *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, „Journal of Financial Economics” vol. 89, no. 2, s. 347–374.
- Fama E.F., French K.R. (2001), *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics” vol. 60, s. 3–43.
- Ferris S.P., Sen N., Yui H.P. (2006), *God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom*, „Journal of Business” vol. 79, no. 3, s. 1149–1173.

- Gajdka J. (2013), *Cateringowe podejście do polityki dywidend w warunkach polskiego rynku kapitałowego*, „Zarządzanie i Finanse” nr 2/4, s. 153–165.
- Julio B., Ikenberry D.L. (2004), *Reappearing Dividends*, „Journal of Applied Corporate Finance” vol. 16, no. 4, s. 89–100.
- Konieczka P., Szyszka A. (2013), *Teoria karmienia dywidendami na rynku amerykańskim*, „Journal of Management and Finance” no. 2/2, s. 175–188.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Li W., Lie E. (2006), *Dividend Changes and Catering Incentives*, „Journal of Financial Economics” vol. 80, no. 2, s. 293–308.
- Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U. (2003), *Statystyka: elementy teorii i zadania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław.
- Shefrin H.M., Statman M. (1984), *Explaining investor preference for cash dividends*, „Journal of Financial Economics” vol. 13, no. 2, s. 253–282.

IS THE CATERING THEORY OF DIVIDEND APPLICABLE TO THE POLISH MARKET?

Abstract: The aim of the article is to analyze the applicability of the catering theory of dividend to explain the dividend decisions of non-financial companies listed on Warsaw Stock Exchange in 2001–2012. The literature studies, the method of induction and deduction and Spearman’s rank correlation were used in the study. We do not find statistically significant correlation between the relative change in dividend premiums in a given year and the relative change in the proportion of dividend payers in the next year. We find statistically significant positive correlation between the proportion of dividend payers and WIG index rate of return.

Keywords: dividend policy, catering theory, behavioral finance

Cytowanie

- Kaźmierska-Jóźwiak B. (2015), *Czy cateringowa teoria dywidend ma zastosowanie na rynku polskim?*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 59–68; www.wneiz.pl/frfu.