

Efekt klienteli dywidendowej – teoria i praktyka rozwiniętych rynków kapitałowych*

Andrzej Zyguła**

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przedstawienie efektu klienteli dywidendowej, a w szczególności przybliżenie i omówienie jego teoretycznych podstaw oraz dokonanie przeglądu głównych obszarów badań empirycznych nad tym efektem.

Metodologia badania – Przegląd literatury umożliwiający zidentyfikowanie i omówienie głównych prac teoretycznych i empirycznych dotyczących efektu klienteli dywidendowej.

Wynik – Przeprowadzone studium literatury prowadzi do wniosku, że „zagadka dywidendy” wciąż pozostaje nierozwiązana, bowiem choć istnieje bardzo duża liczba badań analizujących różne aspekty klienteli, to jednak ich rezultaty przyniosły mieszane, czasami niejednoznaczne i nawet niekiedy sprzeczne wyniki.

Oryginalność/wartość – Opisywane w polskiej literaturze teorie i hipotezy dywidendowe omawiane są najczęściej w sposób zbiorczy. Artykuł skupiając się tylko na jednym kontekście polityki dywidendowej, tj. efekcie klienteli, oferuje bardziej dogłębne i kompleksowe spojrzenie na prezentowane zagadnienie.

Słowa kluczowe: dywidenda, efekt klienteli

Wprowadzenie

Decyzje w zakresie polityki dywidend, obok rozstrzygnięć dotyczących inwestycji oraz kształtowania optymalnej struktury kapitału, są jednymi z najważniejszych obszarów decyzji finansowych spółek. Polityka dywidend, w zakresie jej wpływu na wartość spółki, pozostaje przy tym od kilku dekad jedną z najbardziej spornych kwestii w finansach. Potwierdzeniem tego może być fakt, że debata wokół polityki dywidendy została przez Breylea i Meyersa (2011: 872) wymieniona wśród dziesięciu najważniejszych zagadnień finansów, które wciąż nie doczekały się satysfakcjonującego rozwiązania teoretycznego.

Długotrwały charakter i szeroki zakres wspomnianej debaty zrodziły ogromną ilość literatury, która rośnie z dnia na dzień. Pełny przegląd wszystkich wątków sporu nie jest tym samym wykonalny. Z tego też powodu w artykule skupiono się tylko na tzw. efekcie klienteli dywidendowej i podjęto próbę przybliżenia teoretycznych podstaw tego efektu oraz starano się dokonać przeglądu głównych obszarów badań empirycznych w tym zakresie.

* Publikację sfinansowano ze środków przyznanych Wydziałowi Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

** dr Andrzej Zyguła, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Rynków Finansowych, e-mail: zygułaa@uek.krakow.pl.

1. Efekt klienteli dywidendowej – podstawy teoretyczne

Efekt klienteli dywidendowej najprościej zdefiniować można, w ślad za Damodaranem (2007: 1041), jako przyciąganie danego rodzaju inwestorów taką, a nie inną polityką dywidendy.

O tak zwanej klienteli wspominali już w 1961 roku Modigliani i Miller (1961: 431) sugerując, że dane przedsiębiorstwo przyciąga do siebie taką grupę inwestorów – klientelę, których preferencje co do wypłat i stabilności dywidend są spójne z jego polityką dywidendy. Każda zmian w polityce dywidendy przyciąga określony typ inwestora-klienta. Spółki nie mają jednak możliwości oddziaływania na swoją wartość rynkową poprzez zmianę klienteli, gdyż, jak twierdzili Modigliani i Miller: „jedna klientela jest tak samo dobra jak każda inna”.

Podobne stanowiska zajęli również Black i Scholes (1974: 2), którzy wyrazili opinię, iż nawet jeśli inwestorzy wykazują bardzo dużą różnorodność w preferencjach dla dywidend w porównaniu do zysków kapitałowych, konkurencja po stronie firm oferujących różnorodne polityki dywidendy sprawia, że wątpliwym jest, aby dana firma, wybierając politykę wypłat, która przemawiałaby do specyficznej klienteli inwestorów, mogła znacząco zmienić swą wartość. Ogden, Jen i O'Connor (2003: 479) twierdzą natomiast, że menedżerowie mogą zwiększyć wartość rynkową firmy za pośrednictwem efektu klienteli jeśli dostosują swoją politykę dywidendową, tak aby przyciągnęła ona inwestorów, których preferencje nie są spełnione przez inne firmy obecnie na giełdzie. Pogląd na temat możliwości oddziaływania klienteli na wartości firmy prezentują także Brigham i Houston (2009: 461) czy Lasher (2008: 605). Stoją oni przy tym na stanowisku, że polityka dywidendy, która przyczyniła się już do powstania określonej klienteli, powinna być stabilna i nie powinna ulegać zmianom. Zmiana polityki może bowiem zrazić część inwestorów, którzy zostali przyciągnięci wcześniejszą polityką i może doprowadzić do migracji wartości do innych podmiotów tworząc presję na obniżenie notowań akcji, co wpłynie będzie tym samym negatywnie na wartość rynkową spółki.

Różnorodność w preferencjach akcjonariuszy, w odniesieniu do dywidend i zysków kapitałowych, jest podstawą teorii efektu klienteli. Al-Malkawi, Rafferty i Pillai (2010: 182) odnosząc się do tych różnorodnych preferencji, wyróżniają przy tym dwa rodzaje efektu klienteli, tj. klientelę preferującą minimalizację obciążeń podatkowych i klientelę preferującą minimalizację kosztów transakcyjnych. Na dwa efekty dzielą też klientelę Tai-Yuan (2006: 49–58) czy Allen, Bernardo i Welch (2000: 2524), wymieniając efekt klienteli wywoływany podatkami i efekt klienteli wywoływany czynnikami innymi niż podatki. Seaton (2006: 41) i Horbaczewska (2012: 80) mówią natomiast wprost o klienteli dywidendowej (dochodowej) i klienteli podatkowej.

Opierając się na literaturze można więc stwierdzić, że w ujęciu teoretycznym istnieją dwie postaci efektu klienteli:

- efekt klienteli wywoływany podatkami (*tax induced clientele*),
- efekt klienteli wynikający z kosztów transakcyjnych (*transaction cost induced clientele*).

Efekt klienteli wywoływany podatkami wynika z faktu, iż większość inwestorów zainteresowana jest poziomem zysków po opodatkowaniu. Odmienne podatkowe traktowanie dywidend i zysków kapitałowych może wpływać tym samym na preferencje inwestorów dla dywidend w porównaniu do zysków kapitałowych (Al-Malkawi, Rafferty, Pillai 2010: 183).

W sytuacji więc, gdy zyski z dywidend są wyżej opodatkowane od zysków kapitałowych, niektórzy inwestorzy mogą sprzedać swoje akcje przed lub w dniu dywidendy. Tracą oni wprawdzie prawo do dywidendy, ale osiągają wyższe zyski kapitałowe (w pierwszym dniu notowań bez prawa do dywidendy cena akcji na otwarciu jest równa cenie akcji z zamknięcia z dnia dywidendy pomniejszona o wartość dywidendy na akcję). Z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że inwestorzy ci należą do wyższych progów podatkowych i dlatego wolą sprzedać akcje po wyższej cenie i zapłacić podatek od zysków kapitałowych na niższym poziomie niż otrzymać dywidendę i zapłacić wyższy podatek od dochodów. W przeciwieństwie do takiej postawy inwestorzy z niższych progów podatkowych lub zwolnieni z podatku dochodowego wolą otrzymywać dywidendy i zachować swoje akcje tak długo, aż zyski z dywidendy po opodatkowaniu nie będą mniejsze niż spadek cen w pierwszym dniu notowań bez prawa do dywidendy (Tai-Yuan 2006: 49).

Teoria efektu klienteli podatkowej (DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008: 2004) stoi tym samym na stanowisku, że minimalizacja indywidualnych obciążeń podatkowych jest głównym wyznacznikiem polityki wypłat; oznacza to, że różne firmy przyjmują różne polityki dywidendy dostosowane do obsługi różnych klientów podatkowych. Zgodnie z tą teorią (Mollah 2001: 79; Grinblatt, Titman 2002: 541; Ross, Westerfield, Jaffe 2013: 600) ogólnie można stwierdzić, że firmy cechujące się niskimi wskaźnikami wypłat dywidendy będą preferowane przez inwestorów zamożnych, których dochody opodatkowane są wysokimi stawkami podatkowymi, i którzy dzięki takiej strategii starają się uniknąć potencjalnie dużych bieżących zobowiązań podatkowych wynikających z wypłaty dywidendy. Firmy charakteryzujące się natomiast wysokimi i stabilnymi wypłatami dywidend będą preferowane przez inwestorów zwolnionych z podatków lub posiadających niskie dochody i znaczne bieżące potrzeby wydatkowe.

Efekt klienteli wynikający z kosztów transakcyjnych oparty jest natomiast na założeniu, że określona polityka dywidendy może wywoływać reakcję danej klienteli. Klientela posiadająca pewne preferencje reaguje na atrakcyjną dla niej, bądź nie, politykę dywidendy dokonując odpowiedniej realokacji składu swojego portfela inwestycyjnego, co jednak skutkuje określonymi dla niej kosztami transakcyjnymi (Al-Malkawi, Rafferty, Pillai 2010: 183). Dla przykładu, drobni inwestorzy (np. emeryci czy inwestorzy zorientowani na dochód), którzy w dużej mierze opierają swoje potrzeby konsumpcyjne na dochodach z dywidend, mogą preferować w swoich decyzjach inwestycyjnych zakup akcji spółek, które wypłacają wysokie i stabilne dywidendy. Zakup akcji tego typu może jednak niekiedy wiązać się z koniecznością zapłaty premii, co oznacza z kolei, że kupno takich walorów może się dla tej klienteli wiązać ze znacznymi kosztami transakcyjnymi. Z drugiej strony, inwestorzy, którzy nie opierają swojej bieżącej konsumpcji na dochodach dywidendowych ze

swojego portfela (np. inwestorzy bogaci), preferują niskie wypłaty dywidendowe, aby uniknąć właśnie kosztów transakcyjnych związanych z reinwestowaniem dochodów z dywidend (Brigham, Ehrhardt 2011: 567).

Inny kanał oddziaływania kosztów transakcyjnych na politykę dywidendy jest związany z faktem, że firmy, aby zrekompensować sobie odpływ środków wypłaconych w formie dywidendy, mogą potrzebować dokonać emisji nowych akcji lub pozyskać finansowanie dłużne, aby dzięki tym środkom móc skorzystać z nowych możliwości inwestycyjnych. Jeżeli jednak koszty transakcyjne takiego finansowania będą znaczne, to firmy najprawdopodobniej, będą skłonne skorzystać z zysku z lat ubiegłych, a nie zewnętrznych źródeł finansowania. Firmy w takim przypadku, aby ograniczyć lub uniknąć kosztów transakcyjnych, mogą po prostu obniżyć poziom wypłat dywidendy lub nie płacić ich w ogóle¹.

2. Efekt klienteli dywidendowej – główne obszary badawcze

Tak jak w ujęciu teoretycznym literatura ogólnie wskazuje na efekt klienteli w dwóch postaciach, tak badania empiryczne również sugerują ogólnie dwa obszary badawcze. Badania te z jednej strony więc pokazują, że kwestie podatkowe w efekcie tym odgrywają niezmiernie ważną rolę, ale z drugiej strony podkreślają też, że poszczególne cechy inwestorów, takie jak wiek, poziom dochodów czy typ (instytucjonalny/indywidualny), są również istotnymi czynnikami wpływającymi na efekt klienteli. Istnienie różnych postaci i aspektów efektu klienteli jest tu potwierdzone wieloma badaniami empirycznymi, w szczególności można więc mówić o:

- klienteli instytucjonalnej i klienteli indywidualnej, ich cechach i preferencjach,
- zmianach w systemie podatkowym i ich wpływie na klientelę,
- zmianach w polityce dywidendy danej firmy i ich wpływie na zmiany klienteli,
- anomalii pierwszego dnia notowań bez prawa do dywidendy.

Różnice w podejściu do opodatkowania dochodów osób fizycznych i osób prawnych kreują klientelę w ramach struktury akcjonariatu spółek, stąd znajduje tu też swoje zastosowanie ogólne i powszechnie wykorzystywane rozróżnienie inwestorów-klientów, na klientów instytucjonalnych i klientów indywidualnych.

Zgodnie z efektem klienteli (DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008: 204) klienci instytucjonalni najczęściej z niskich lub zerowych progów podatkowych powinni preferować akcje spółek wypłacających dywidendy w przeciwieństwie do klientów indywidualnych najczęściej należących do wysokich progów podatkowych, którzy powinni unikać dywidend w zamian preferując niezrealizowane zyski kapitałowe. Najnowsze badania nad efektem klienteli tego typu realizowane były np. w Szwecji, gdzie Dahlquist, Robertsson i Rydqvist

¹ W praktyce wiele firm nadal płaci jednak dywidendy pieniężne, podczas gdy w tym samym czasie dokonuje emisji nowych akcji czy papierów dłużnych, co sugeruje, że inne jeszcze czynniki mogą także oddziaływać na politykę dywidendy (Al-Malkawi, Rafferty, Pillai 2010).

(2014) przeanalizowali wszystkie portfele akcji krajowych inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych i potwierdzili istnienie wspomnianych preferencji.

Należy przy tym wspomnieć, że praktyka rynku nie do końca bywa zgodna z wnioskami dotyczącymi preferencji tak wyodrębnionych klientów. Niewątpliwe preferencje dla dywidendy wśród akcjonariuszy-klienteli potwierdziły badania m.in. Jaina (2007), którego wnioski szczegółowe były już jednak inne niż te płynące z efektu, a mianowicie: inwestorzy indywidualni preferowali firmy cechujące się wysokimi wskaźnikami wypłat dywidendy, podczas gdy inwestorzy instytucjonalni woleli firmy charakteryzujące się niskimi wskaźnikami wypłat.

Argumentem przeciw efektowi klienteli mogą być też badania ankietowe przeprowadzone przez Brava i in. (2003) na próbie 384 dyrektorów finansowych, które pokazały, że w opinii respondentów wypłata dywidendy była ważniejsza dla inwestorów indywidualnych niż instytucjonalnych. Ponadto blisko połowa z nich uważała, że wypłata dywidendy była ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem, który przyciągał inwestorów indywidualnych do ich akcji, podczas gdy druga połowa respondentów wierzyła, że czynnik ten przyciągał, zdolnych do monitorowania decyzji zarządczych, inwestorów instytucjonalnych.

Niezależnie od pewnych nieścisłości i sprzeczności, efekt klienteli wśród inwestorów wydaje się jednak istnieć. Allen, Bernardo i Welch (2000) sugerowali to już wcześniej i wyrazili także opinię, że klienci instytucjonalni wydają się być przyciągani do inwestowania w akcje spółek wypłacających dywidendy, ponieważ mają relatywne korzyści podatkowe w odróżnieniu od klientów indywidualnych. Ponadto autorzy twierdzili, że same firmy wypłacające dywidendy wolą też przyciągać klientelę instytucjonalną, gdyż instytucje są lepiej poinformowane niż klienci indywidualni i mają więcej możliwości w zakresie monitorowania i nadzoru.

Wykazane cech skłoniły niektórych naukowców do sformułowania opinii, w ramach teorii efektu klienteli, że istnieje interakcja między polityką wypłat firm a inwestorami instytucjonalnymi. Wyniki badań zrealizowanych na rynku Wielkiej Brytanii przez Shorta, Zhanga i Keaseya (2002) wskazały na taką pozytywną i statystycznie istotną zależność pomiędzy klientelą instytucjonalną a polityką wypłat dywidendy, tj. im wyższy był udział w strukturze akcjonariatu inwestorów instytucjonalnych, tym wyższy był poziom wypłat dywidendy.

Inne podejście dla klienteli instytucjonalnej zaprezentowali natomiast Ferreira, Massa i Matos (2010), którzy przeanalizowali m.in. inwestycje i preferencje 5300 zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, niebędących podmiotami amerykańskimi, którzy w latach 2000–2007 byli zaangażowani w 12 876 podmiotów notowanych w 37 państwach. Wyniki ich badań potwierdziły, że obecność wśród akcjonariatu zagranicznych inwestorów instytucjonalnych kreowała swoistą klientelę. Klientela ta w sytuacji, gdy na danym rynku wyższe było opodatkowanie dywidend w stosunku do zysków kapitałowych oraz wyższe były koszty transakcyjne związane np. z niską płynnością rynku i trudnościami z reinwestowaniem dywidend, preferowała niskie wypłaty dywidend. Dokonując natomiast ogólnego

zestawienia preferencji instytucjonalnej klienteli krajowej z instytucjonalną klientelą zagraniczną autorzy dowiedli, iż inwestorzy krajowi woleli dywidendę, podczas gdy zagraniczni nie.

Wiek w połączeniu z poziomem dochodów (co określa zarazem status podatkowy) są również istotnymi czynnikami kreującymi efekt klienteli, ale efekt występuje tylko wśród inwestorów indywidualnych. Pierwsze potwierdzenie tego typu efektu klienteli dostarczył Pettit (1977), który przeanalizował portfele 914 amerykańskich inwestorów indywidualnych i znalazł znaczącą pozytywną relację między wiekiem inwestorów a stopą dywidendy oraz negatywną relację między dochodami inwestorów a stopą dywidendy. Pettit zasugerował tym samym, że starsi wiekiem inwestorzy o niskich dochodach bardziej preferują w swoich portfelach akcje firm bezpieczniejszych wypłacających wysoką dywidendę, zaś inwestorzy młodszy i o wyższych dochodach wolą inwestować w spółki wypłacające niższe dywidendy.

Podobne rezultaty uzyskali Graham i Kumar (2006), którzy zbadali portfele ponad 60 tys. inwestorów indywidualnych i ich sposób zawierania transakcji. Wykazali oni, że preferencje inwestorów dla dywidendy wzrastały wraz z wiekiem i zmniejszały się wraz ze wzrostem ich dochodów. Ponadto rezultaty ich badań pokazały, że inwestorzy starsi wiekiem i o niskich dochodach byli bardzo aktywni w pogoni za dywidendą, co przejawiało się w transakcjach, mających na celu uzyskanie dywidendy, dokonywanych w dniu dywidendy lub nawet wcześniej.

Efekt klienteli w połączeniu z wiekiem inwestorów indywidualnych potwierdzili również Becker, Ivković i Weisbenner (2011), którzy dowiedli, że seniorzy, tj. inwestorzy w wieku powyżej 65 lat, woleli dywidendy od wykupu akcji czy zysków kapitałowych. Podobne badania zrealizowane natomiast przez Kriegera, Leea i Maucka (2012) nie potwierdziły już jednak istnienia tego typu klienteli.

Efekt klienteli w odniesieniu również do inwestorów indywidualnych, ale w połączeniu z ich statusem podatkowym i ze zmianami w systemie podatkowym, został zaprezentowany przez Kawano (2011). Autorka analizowała wpływ zmian w systemie podatkowym², jakie dokonały się w 2003 roku w USA na preferencje inwestorów indywidualnych. Hipotezę wyjściową opartą o efekt klienteli podatkowej stanowiło założenie, że zmiany podatkowe powinny sprawić, iż zamożni inwestorzy zainteresują się w większym stopniu akcjami dywidendowymi i w ślad za tym dokonają stosownych zmian w swoich portfelach. Autorka, analizując ponad 4 tys. portfeli inwestycyjnych inwestorów indywidualnych przed i po zmianach podatkowych, potwierdziła swoją hipotezę. Badania wykazały bowiem, że najzamożniejsi inwestorzy z najwyższej grupy podatkowej zwiększyli swoje zaangażowanie w akcje dywidendowe o 1,1 pkt proc. więcej niż inwestorzy z niższej grupy podatkowej i o 2,6 pkt proc. więcej niż inwestorzy z trzeciej najniższej grupy podatkowej.

² „The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003” sprawił, że obciążenia podatkowe dla zysków kapitałowych i dywidend były na tym samym poziomie, choć wciąż zróżnicowane w zależności od zamożności inwestorów (15–5%).

Kwestie podatkowe, a w szczególności zmiany w systemie podatkowym z perspektywy klienteli dywidendowej, odgrywają także niezmiernie ważną rolę. Badania empiryczne nad tego typu oddziaływaniem podatków na efekt klienteli analizują głównie związki między zmianami zmniejszającymi obciążenia podatkowe od określonego rodzaju dochodu (dywidenda/zyski kapitałowe) a zmianami w preferencjach klienteli czy też zmianami w polityce dywidendowej spółek.

Wspomniana już wcześniej reforma podatkowa w USA z 2003 roku była też obiektem badań Chettya i Saeza (2003), którzy wykazali, że w wyniku zmian w podatkach wartość regularnie wypłaconych tam dywidend wzrosła o ok. 20%. Ponadto autorzy dowiedli, że reakcja polityki dywidendowej firm była tym silniejsza, im w większym stopniu zmieniły się preferencje podatkowe ich największych instytucjonalnych akcjonariuszy. Zmiany polityki dywidendowej firm w reakcji na zmianę preferencji podatkowych inwestorów w następstwie wspomnianej reformy potwierdzili również Blouin, Raedy i Shackelford (2003). Należy nadmienić, że już wcześniejsze zmiany w systemie podatkowym USA i ich wpływ na politykę dywidend były także obiektem badań. Np. reforma podatkowa z 1986 roku była analizowana przez Hana, Leea i Suka (1999) czy Pérez-Gonzáleza (2003), którzy także w przypadku tej zmiany potwierdzili jej pozytywny wpływ na klientelę dywidendową.

Wpływ reform podatkowych na efekt klienteli był analizowany również na innych rynkach akcji. Korkeamaki, Liljebloom i Pasternack (2009) badali reakcje polityk dywidend i zmiany struktury własnościowej na reformę podatkową, która miała miejsce w Finlandii w 2004 roku. Wyniki przeprowadzonych przez nich badań pokazały, że fińskie firmy zmieniły swoją politykę dywidendy w reakcji na zmianę bodźców podatkowych swoich największych akcjonariuszy. Zmiany dokonane w polityce dywidendy pociągnęły też za sobą zmiany w strukturze własnościowej, bowiem klientela, poprzez realokacje portfeli, sama również dostosowała się do nowego systemu podatkowego.

Dai (2007) badał natomiast wpływ reformy podatkowej z 1992 roku na klientelę w Norwegii. Wyniki jego badań były spójne z wcześniej przytoczonymi rezultatami, a mianowicie reforma podatkowa przyczyniła się do wzrostu wypłat dywidend, ponadto oddziaływanie reformy na politykę dywidendową danej spółki było tym silniejsze, im w większym stopniu spółka ta była zdominowana przez akcjonariuszy, których zmiany podatkowe dotyczyły.

Kolejny nurt badań empirycznych nad efektem klienteli dywidendowej analizuje zmiany w polityce dywidendy i ich wpływ na zmiany w klienteli. Zgodnie z teorią (DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008: 207) udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze akcjonariatu powinien wzrastać wraz z tym, jak firmy zwiększają poziom wypłat dywidendy lub inicjują tego typu wypłaty, a powinien maleć, gdy firmy rezygnują z wypłat lub je zmniejszają.

Brav i Heaton (1998) badali przypadki, gdy firmy zaprzestawały wypłat dywidendy. Wyniki ich badań pokazały, że porównując liczbę inwestorów instytucjonalnych na rok przed ogłoszeniem decyzji o zaprzestaniu wypłat dywidendy do liczby rok po decyzji odnotowano spadek liczby inwestorów instytucjonalnych o 18,1%.

Dhaliwal, Erickson i Trezevant (1999) przeprowadzili natomiast takie badania w odniesieniu do spółek, które ogłosiły informacje o zainicjowaniu wypłat dywidend. Naukowcy oczekiwali z kolei, że zgodnie z hipotezą analizowana zmiana powinna przyciągnąć inwestorów instytucjonalnych. Przeprowadzone badania potwierdziły ich przypuszczenia i wykazały, że 80% firm, które zdecydowały się na rozpoczęcie wypłat dywidendy, zanotowało wzrost liczby inwestorów instytucjonalnych będących w posiadaniu ich akcji. Badania przeprowadzone przez Hotchkiss i Lawrence'a (2007) czy Juna, Gallaghery i Partingtona (2006) również dostarczyły poparcia dla wniosku, że firmy wypłacające dywidendy są atrakcyjne dla klienteli instytucjonalnej.

Ostatni wspomniany wątek badań empirycznych nad efektem klienteli, poprzez analizę zachowania się cen akcji po dniu ustalenia prawa do dywidendy, stara się określić cechy podatkowe „krańcowego inwestora”. W ujęciu modelowym w warunkach doskonałego rynku kapitałowego, czyli bez zakłóceń takich jak koszty transakcyjne czy podatki oraz bez zjawiska niepewności, ceny akcji w pierwszym dniu notowań bez prawa do dywidendy powinny obniżyć się dokładnie o kwotę dywidendy przypadającej na akcję. Cena akcji powinna odzwierciedlać to, że akcje bez dywidendy mają po prostu mniejszą wartość niż te same akcje w dniu poprzednim. Najczęściej jednak w tym dniu ceny akcji spadają o mniej niż wynosi wartość dywidendy na akcję. Zachowanie tego typu stanowi empiryczną prawidłowość, która jest określana jako anomalia pierwszego dnia notowań bez prawa do dywidendy (*the ex-dividend day anomaly, the ex-dividend day effect*), która też zgodnie z teorią efektu klienteli podatkowej może oznaczać, że inwestorzy cenią sobie zyski kapitałowe wyżej niż dywidendy (Baker 2009).

Elton i Gruber (1970) byli pierwszymi, którzy zbadali tak definiowany efekt klienteli podatkowej. Przeanalizowali oni, jak zmieniały się ceny akcji w pierwszym dniu bez prawa do dywidendy spółek notowanych na giełdzie nowojorskiej w latach 1966–1967. Wyniki ich badań pokazały, iż średni spadek ceny w tym dniu był mniejszy niż wartość dywidendy na akcję (ceny akcji spadły średnio o 77,7% wartości wypłaconej dywidendy na akcje). Ponadto odkryli oni, że w przypadku firm mających wysoką stopę dywidendy spadek cen w stosunku do dywidendy na akcje był wyższy niż w przypadku firm z niższą stopą dywidendy. Elton i Gruber interpretowali swoje wyniki jako dowód, że różnica w wysokości opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych (w USA w tamtym czasie obciążenie podatkowe dywidend było większe niż zysków kapitałowych) sprawia, iż inwestorzy preferują zyski kapitałowe nad dywidendy pieniężne, co potwierdza hipotezę efektu klienteli podatkowej. Autorzy w konkluzji efekt ten ujęli jako jedną z form racjonalności rynku, tj. inwestorzy w wysokich progach podatkowych wolą inwestować głównie w spółki z niskimi stopami dywidend, ponieważ akcje tych spółek powinny wykazywać silniejszy efekt podatkowy, czyli powinny ulegać mniejszej korekcie cen w pierwszym dniu bez prawa do dywidendy i vice versa. Elton i Gruber stwierdzili również, że „firmy nie tylko przyciągają klientów, ale przyciągają racjonalnych klientów, którzy preferują właśnie ich politykę dywidendową”.

Badania według koncepcji Eltona i Grubera, tj. analizujące zachowanie się cen akcji w pierwszym dniu notowań bez prawa do dywidendy w kontekście kwestii podatkowych i klienteli dywidendowej, były przeprowadzone na wielu rynkach kapitałowych. Najwięcej tego typu badań było prowadzonych w Stanach Zjednoczonych, m.in. przez Zhanga, Farrella i Browna (2008) czy Whitwortha i Rao (2010), ponadto wśród najnowszych można odnotować badania zrealizowane także dla rynku akcji w Niemczech (Haesner, Schanz 2013), w Kanadzie (Elayan i in. 2009), w Wielkiej Brytanii (Lasfer 2008), w Finlandii (Rantapaska 2008) czy w Szwecji (Daunfeldt, Salender, Wikstrom 2006). Rezultaty przytoczonych badań były jednak mieszane, choć większość z nich w większym lub mniejszym stopniu potwierdziła efekt klienteli podatkowej, czyli notowana korekta ceny w pierwszym dniu notowań bez prawa do dywidendy była na ogół mniejsza niż 100% wartości przypadającej dywidendy na akcję.

Uwagi końcowe

Celem artykułu było przedstawienie i przybliżenie efektu klienteli dywidendowej. Realizując ten cel, w artykule w pierwszej kolejności omówiono podstawową argumentację i wyjaśnienia stanowiące teoretyczny fundament prezentowanego efektu. W dalszej części podjęto natomiast próbę przeglądu i uporządkowania głównych obszarów badań empirycznych dotyczących różnych aspektów efektu klienteli. Dokonane studia literatury prowadzą przy tym do wniosku, że choć istnieje bardzo duża liczba badań analizujących różne aspekty klienteli dywidendowej, to jednak ich rezultaty przyniosły mieszane, czasami niejednoznaczne i nawet niekiedy sprzeczne wyniki. Wydaje się tym samym, iż słynne słowa Blacka (1976: 5), który napisał: „Im bardziej patrzymy na obraz dywidend, tym bardziej wydaje się on być jak puzzle, których kawałki po prostu nie pasują do siebie”, pomimo upływu lat wciąż pozostają aktualne.

Literatura

- Allen F., Bernardo A.E., Welch I. (2000), *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles*, „Journal of Finance” vol. 60, no. 6, s. 2499–2536.
- Al-Malkawi H.N., Rafferty M., Pillai R. (2010), *Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence*, „International Bulletin of Business Administration” no. 9, s. 171–200.
- Baker H.K. (2009), *Dividends and Dividend Policy*, JohnWiley & Sons, Hoboken.
- Becker B., Ivković Z., Weisbenner S. (2011), *Local Dividend Clienteles*, „The Journal of Finance” vol. LXVI, no. 2, s. 655–683.
- Black F. (1976), *The Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management” vol. 2, no. 2, s. 5–8.
- Black F., Scholes M. (1974), *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, „Journal of Financial Economics” no. 1, s. 1–22.
- Blouin J., Raedy J., Shackelford D. (2010), *Dividends, Share Repurchases, and Tax Clienteles: Evidence from the 2003 Reductions in Shareholder Taxes*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper nr 16129, s. 1–43.
- Brav A., Heaton J.B. (1998), *Did ERISA's Prudent Man Rule Change the Pricing of Dividend Omitting Firms?*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=98568 (20.01.2016), s. 1–27.

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R. (2003), *Payout policy in the 21st century*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper nr 9657, s. 1–59.
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. (2011), *Principles of Corporate Finance*, 10th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2009), *Fundamentals of Financial Management*, 12th ed., South-Western Cengage Learning, Natorp Boulevard Mason.
- Brigham E.F., Ehrhardt M.C. (2011), *Corporate Finance: A Focused Approach*, 4th ed., South-Western Cengage Learning, Natorp Boulevard Mason.
- Dahlquist M., Robertsson G., Rydqvist K. (2014), *Direct Evidence of Dividend Tax Clienteles*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=945675 (20.01.2016), s. 1–29.
- Dai Q. (2007), *Influence of a Tax Reform on Dividend Clienteles*, European Financial Management Association Conference Papers, Viena, s. 1–25.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne*, Helion, Gliwice.
- Daunfeldt S.O., Salender C., Wikstrom M. (2006), *Taxation, dividend payments and ex-day price*, „Umeå Economic Studies” no. 684, s. 1–28.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2008), *Corporate Payout Policy*, „Foundations and Trends in Finance” vol. 3, no. 2–3, s. 95–287.
- Dhaliwal D., Erickson M., Trezevant R. (1999), *A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies*, „National Tax Journal” vol. 52, no. 2, s. 179–194.
- Elayan F.A., Li J., Donnelly M.E., Young A.W. (2009), *Changes to Income Trust Taxation in Canada: Investor Reaction and Dividend Clientele Theory*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 36, no. 5–6, s. 725–753.
- Elton E.J., Gruber M.J. (1970), *Marginal Stockholder Tax Rates and The Clientele Effect*, „Review of Economics and Statistics” vol. 52, no. 1, s. 68–74.
- Ferreira M.A., Massa M., Matos P. (2010), *Dividend Clienteles Around the World: Evidence from Institutional Holdings*, Marshall School of Business Working Paper nr FBE 35–09, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1447573 (20.01.2016), s. 1–53.
- Graham J.R., Kumar A. (2006), *Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors*, „The Journal of Finance” vol. LXI, no. 3, s. 1305–1336.
- Grinblatt M., Titman S. (2002), *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Haesner C., Schanz D. (2013), *Payout Policy Tax Clienteles, Ex-dividend Day Stock Prices and Trading Behavior in Germany: The Case of the 2001 Tax Reform*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 40, no. 3–4, s. 527–563.
- Han K.C., Lee S.H., Suk D.Y. (1999), *Institutional Shareholders and Dividends*, „Journal of Financial and Strategic Decisions” vol. 12, no. 1, s. 53–62.
- Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, Cedewu.pl, Warszawa.
- Hotchkiss E.S., Lawrence S. (2007), *Empirical Evidence on the Existence of Dividend Clienteles*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1001429 (20.01.2016), s. 1–44.
- Jain R. (2007), *Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases*, „Journal of Economics and Business” no. 59, s. 406–429.
- Juan A., Gallagher D.R., Partington G.H. (2006), *An Examination of Institutional Dividend Clienteles: Evidence from Australian Institutional Portfolio Holdings*, http://wwwdocs.fce.unsw.edu.au/banking/staff/profiles/dgallagher/InstitutionalDividendClienteles_Jan06.pdf (20.01.2016), s. 1–32.
- Kawano L. (2011), *The Dividend Clientele Hypothesis: Evidence from the 2003 Tax Act*, The Department of the Treasury, Office of Tax Analysis Working Paper no. 102, s. 1–64.
- Korkeamaki T., Liljebloom E., Pasternack D. (2009), *Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy, Adjust?*, <https://helda.helsinki.fi/handle/10227/778> (20.01.2016), s. 1–40.
- Krieger K., Lee B., Mauck N. (2012), *Do Senior Citizens Prefer Dividends? Local Clienteles vs. Firm Characteristics*, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper no. 41784, s. 1–44.
- Lasfer M. (2008), *Taxes and Ex-day Returns: Evidence from Germany and the U.K.*, „National Tax Journal” vol. LXI, no. 4, s. 721–742.
- Lasher W.R. (2008), *Practical Financial Management*, 5th ed., Thomson Higher Education.
- Miller M.H., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” vol. 34, no. 4, s. 411–433.
- Mollah A.S. (2001), *Dividend Policy and Behavior, and Security Price Reaction to the Announcement of Dividends in an Emerging Market: A Study of Companies Listed on the Dhaka Stock Exchange*, PhD thesis, University of Leeds.

- Ogden J.P., Jen F.C., O'Connor P.F. (2003), *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Pérez-González F. (2003), *Large Shareholders and Dividends Evidence From U.S. Tax Reforms*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=337640 (20.01.2016), s. 1–40.
- Pettit R. (1977), *Taxes, Transaction Costs and The Clientele Effect*, „Journal of Financial Economics” vol. 5, no. 3, s. 419–436.
- Rai Ch., Saez E. (2004), *Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper no. 10841, s. 1–71.
- Rantapuska E. (2008), *Ex-dividend day trading: Who, how, and why? Evidence from the Finnish market*, „Journal of Financial Economics” vol. 88, no. 2, s. 355–374.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J. (2013), *Corporate Finance*, 10th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Seaton J. (2006), *Dividends, Payouts and Stock Returns in the United Kingdom*, PhD thesis, University of Southampton.
- Short H., Zhang H., Keasey K. (2002), *The link between dividend policy and institutional ownership*, „Journal of Corporate Finance” no. 8, s. 105–122.
- Tai-Yuan Ch. (2006), *Payout policy, signalling, and firm value*, PhD thesis, Durham University.
- Whitworth J., Rao R.P. (2010), *Do Tax Law Changes Influence Ex-dividend Stock Price Behavior? Evidence from 1926 to 2005*, „Financial Management” vol. 39, no. 1, s. 419–445.
- Zhang Y., Farrell K., Brown T. (2008), *Ex-dividend Day Price and Volume: The Case of 2003 Dividend Tax Cut*, „National Tax Journal” vol. 61, no. 1, s. 105–127.

THE DIVIDEND CLIENTELE EFFECT – THEORY AND PRACTICE OF DEVELOPED CAPITAL MARKETS

Abstract: *Purpose* –The purpose of this article is to present the dividend clientele effect, in particular to introduce and discuss its theoretical foundations and to review major areas of empirical studies on this effect.

Design/methodology/approach – The literature review enabling to identify and discuss main theoretical and empirical works regarding the dividend clientele effect.

Findings –The conducted study of literature leads to a conclusion that the dividend puzzle still remains unsolved because, despite the fact that there is a very large number of research analyzing various aspects of the clientele, their results, however, have produced mixed, sometimes ambiguous and even contradictory findings.

Originality/value –Dividend theories and hypotheses described in Polish literature are discussed most often in a collective way. By focusing on only one dividend policy context i.e. the clientele effect, the article offers a more in-depth and comprehensive view on presented issues.

Keywords: dividend, clientele effect

Cytowanie

- Zygula A. (2016). Efekt klienteli dywidendowej – teoria i praktyka rozwiniętych rynków kapitałowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 1* (79), 159–169; www.wneiz.pl/frfu.