

עבודה סמינריונית

השפעת הכוזה ראשונית בדבר חלוקת דיבידנד

על תשואות בעלי המניות

שם הסטודנט:

ת.ז.:

טלפון:

מייל:

מנחה:

תאריך הגשת העבודה:

תקציר מנהלים

מדיניות חלוקת הדיבידנד של חברה הינה ההנחיות שעל פיהן החברה פועלת בעת קבלת החלטה מתי וכיצד לחלק רווחים לבעלי מניותיה. מדיניות זו הינה קריטית לבעלי המניות של החברה שהרי היא משקפת את מחויבות החברה להחזרת ערך למשקיעים. ביצועים פיננסיים כוללים מדדים שונים המודדים עד כמה החברה מצליחה מבחינה פיננסית, כגון רווחיות, צמיחה ויעילות (Fairfield & Yohn, 2001).

השאלה האם מדיניות חלוקת דיבידנד משפיעה על מדדים פיננסיים נחקר בעבר על ידי חוקרים שונים. עם זאת, ממצאי המחקרים הינם מעורבים. מחקרים מסוימים תומכים בטענה שחברות המחלקות דיבידנדים גבוהים נוטים להיות חברות בעלות רווחיות גדולה יותר (DeAngelo et al., 2006). ומנגד, מחקרים אחרים מצאו כי יש עדויות מוגבלות לקשר בין רווחי וצמיחה לתשלום דיבידנד (Brav et al., 2005).

המחקר הנוכחי נועד לבחון את ההשפעה של ההכרזה הראשונית בדבר דיבידנד על תשואת המניה. המחקר דוגם 30 חברות החברות במדד S&P500 ובאמצעות לימוד אירוע בוחן את הקשר בין ההכרזה הראשונית בדבר חלוקת הדיבידנד של החברה לתשואת המניה. המחקר מוצא כי תוצאות מעורבות, בעוד שבחלק מהימים שלאחר ההכרזה רוב חברות המדגם השיגו עליה בתשואה העודפת, בחלק מהימים שלאחר ההכרזה חלה ירידה.

****דוגמה****

עבודה זו עוסקת בקשר שבין מדיניות חלוקת דיבידנד לבין מדדי פיננסים. במימון תאגידי הקשר שבין מדדים פיננסים של חברה לבין מדיניות חלוקת דיבידנד עומד בנושא מרכזי למחקר. מדיניות דיבידנד הינה הנחיות לפיהן פועל חברה כשהיא מחליטה כמה מרווחיה לשלם לבעלי המניות כדיבידנדים לעומת שמירה על הרווחים להשקעה מחדש בעסק (Baker & Smith, 2006). מנהלים שואפים לבסס מדיניות דיבידנד שתמקסם את הערך לבעלי המניות.

מדדים פיננסים כמו רווח למניה (EPS), יחס תשלום דיבידנד, תזרים מזומנים, יחסי רווחיות, רמות חוב וצמיחה בהכנסות מציירים יחד תמונה מקיפה של הבריאות הפיננסית של החברה. אינדיקטורים אלה אינם רק ייצוגים מספריים; הם כוללים את המהות של יכולתה של חברה לייצר רווחים, לנהל משאבים ולתגמל את מחזיקי העניין שלה. מדיניות חלוקת דיבידנד, לעומת זאת, כוללת את הגישה של חברה לחלוק את הצלחתה הפיננסית עם בעלי המניות. ההחלטה על חלוקת דיבידנדים היא רב-גונית, המושפעת מאיזון עדין בין החזרת ערך למשקיעים לבין שמירת רווחים להשקעות עתידיות ולצרכים תפעוליים. דהיינו, מדיניות חלוקת דיבידנד מעוצבת היטב לא רק משקפת את החוסן הפיננסי של החברה אלא גם תורמת לאמון בעלי המניות ומשפיעה על הערך הנתפס של הארגון.

נוסף על המדיניות עצמה למועד הכרזת הדיבידנד היידוע גם כיום האקס ישנה השפעה על תשואת המניה, שכן מועד ההכרזה מלווה בדיווח מידי שהחברות מפיצות. הכרזה זו משקפת בין היתר את מצבה הפיננסי של החברה וכן מאותת כי החברה מעוניינת להחזיר ערך לבעלי המניות. ספרות מחקרית שונה איתות זה מעלה את השאלה- האם ההודעה משפיעה המשקיעים גורמת לרגשות חיוביים בקרב משקיעים קיים או משקיעים חדשים וכך מובילה לעליה בתשואת המניה.

בחינת הקשר שבין תשואה המניה להכרזה הראשונית בדבר חלוקת דיבידנד הינה חשובה כי היא מרמזת על תחושת המשקיעים בנושא מדיניות חלוקת דיבידנד. הרגשות כלפי מדיניות דיבידנד הינם נושא חשוב המימון תאגידי שכן מדיניות זו שהיא מספקת אפשרות למשקיעים להעריך את יציבות החברה במקביל לשמירת הערך של ההשקעתם וכן מאפשר לחברה לאזן בצורה מיטבית לבחון את מדיניות חלוקת הדיבידנד שלה.

מדיניות חלוקת דיבידנד הינה למעשה ההנחיות שעל פיהן חברה פועלת על מנת להחליט כמה מהרווחים ישולמו לבעלי המניות כתשלומי דיבידנד לעומת כמה מהרווחים יישארו להשקעה מחדש בעסק. מדיניות חלוקת דיבידנדים מייצגת פן מכריע של מימון תאגידי בכך שמשקפת איזון עדין בין שמירת רווחים לצמיחה עתידית לבין תגמול משקיעים באמצעות תשלומים קבועים. מדיניות דיבידנדים החלה מהימים הראשונים של תאגידים כאשר התעורר הרעיון של חלוקת רווחים עם בעלי המניות. בתחילה, דיבידנדים נתפסו כאמצעי העיקרי למתן תשואות למשקיעים בהיעדר רווחי הון משמעותיים. עם הזמן, מדיניות חלוקת דיבידנדים התפתחה, בהשפעת שינויים בנופים כלכליים ותיאוריות פיננסיות רווחות. תחילת המאה ה-20 הייתה עדה להעדפה ליציבות דיבידנד, כאשר חברות שואפות לשמור על תשלום עקבי כדי למשוך ולשמר משקיעים. עם זאת, סוף המאה ה-20 הביאה לשינוי פרדיגמה עם הופעתן של חברות מוכוונות צמיחה במגזר הטכנולוגי. חברות אלה, שלעתים קרובות משקיעות מחדש רווחים לצורך התרחבות, קראו תיגר על הגישה המסורתית המתמקדת בדיבידנדים.

מדיניות חלוקת דיבידנד שואפת למצוא איזון מיטבי בין תגמול בעלי המניות על ידי חלוקת חלק מהרווחים לבין שמירה מספקת של רווחים על מנת לבצע השקעה מחדש בחברה על מנת לאפשר הזדמנויות וצמיחה עתידית (Al-Kuwari, 2019). מדיניות חלוקת דיבידנד מתבססת על הגורמים הבאים:

יחס חלוקת דיבידנד - אחוז הרווח הנקי שישולם לבעלי המניות כדיבידנד, יחס תשלום גבוה יותר מקצה יותר רווחים לדיבידנדים (Mamaro, 2019).

תדירות התשלום - באיזו תדירות יחולקו דיבידנדים, כגון מרווחים שנתי, חצי שנתי או רבעוני. תדירות גבוהה יותר מאפשרת לבעלי המניות לקבל הכנסה קבועה (Al-Kuwari, 2019).

צורת תשלום - דיבידנד יכול להיות משולם בתצורות שונות בניהם גם כמניות, רכישה חוזרת של מניות, הנפקות זכויות וכו' (Firer et al., 2008).

יציבות מדיניות חלוקת דיבידנד - חברות שואפות למדיניות דיבידנד יציבה וזאת על מנת לבנות אמון של בעלי המניות באמצעות תשלומים עקביים שגדלים בהתמדה לאורך זמן. שינויים דרסטיים בדיבידנדים יכולים לאותת לרעה על סיכויי החברה (Sindhu, 2014).

מתודולוגיית המחקר

שאלת המחקר

האם קיים קשר בין ביצועים פיננסיים לבין מדיניות חלוקת דיבידנד.

מטרת המחקר האמפירי

המחקר הנוכחי שואף לבחון האם וכיצד מדיניות ההודעה הראשונית בדבר חלוקת דיבידנד משפיעה על תשואת המניה של החברה.

השערות המחקר

H0: אין קשר מובהק בין הודעה ראשונית בדבר חלוקת דיבידנד לבין תשואת מניה.

H1: קיים מובהק בין הודעה ראשונית בדבר חלוקת דיבידנד לבין תשואת מניה.

שיטת המחקר

שיטת המחקר הנוכחי הינה לימוד אירועים (event study) אשר מטרתה הינה להעריך האם לאירוע מסוים הייתה השפעה משמעותית על תשואה. האירוע שנבחר בהתאם לשאלת המחקר הינו חלוקת דיבידנד וחלון הזמן שיבחר הינו חמישה ימים לפני חלוקת דיבידנד וחמישה ימים אחרי. שיטת לימוד אירוע במחקר זה כוללת שלושה שלבים, תחילה יבוצע אמידה של התנהגות תשואת המניות בחמישה ימים לפני האירוע בהתאם למודל השוק. לאחר מכן, תחושב תשואה עודפת בחלון האירוע עצמו ולבסוף יבוצע מבחן T. במחקר הנוכחי נשתמש במדד S&P500 כאומדן לתיק השוק.

ניתוחים

על מנת לענות על שאלת המחקר נשתמש במתודולוגיית לימוד אירוע. תחילה, נחשב לכל חברה את התשואה שלה 262 ימים טרם מועד ההכרזה על חלוקת דיבידנד ועשרה ימים לאחר מכן. התשואה תחושב באופן הבא-

$$\frac{\text{stock price day}(+1) - \text{stock price day}(0)}{\text{stock price day}(0)}$$

כמו כן, בעבור כל חברה תבוצע רגרסיה למול תשואת מדד S&P500. באמצעות הרגרסיה יחושב החותך וכן השיפוע אשר מהווה את הביטא של החברה לפי המשוואה הבאה-

$$Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

Y מייצג את המשתנה התלוי (תשואות מניות),

X מייצג את המשתנה הבלתי תלוי (תשואות מדד השוק),

α מייצג את החותך,

β מייצג את מקדם השיפוע או בטא,

ε מייצג את מונח השגיאה או השארית.

לאחר מכן, בחלון האירוע נחשב את התשואה הצפויה לפי מודל השוק, נשווה בין התשואה הצפויה לתשואה בפועל וכך ונציג את התשואה העודפת.

אוכלוסיית המחקר

לצורך המחקר נדגום 30 חברות השייכות למדד S&P 500 וחבריו על חלוקת דיבידנד בשנים 2023-2024. מקור הנתונים למחקר הינו-

Yahoo finance - מחירי מניות ומחירי מדד S&P 500.

Marketchameleon - מועדי הכרזה בדבר חלוקת דיבידנד.

ממצאים

על מנת לבחון את שאלת המחקר, בוצע שימוש בלימוד אירוע. בבחינת התשואה העודפת עולים

הממצאים הבאים-

טבלה 1-

תשואה עודפת ממוצעת לפי ימים

יום ממוצע ההכרזה	ממוצע של תשואה עודפת
-5	9.66313E-05
-4	-0.001376453
-3	0.002534836
-2	-0.000372727
-1	-0.001103539
0	0.001040268
1	0.002790427
2	-0.00456296
3	-0.00578326
4	0.00205742
5	0.000709003

מטבלה 1 עולה כי ביום בו הוכרז על חלוקת דיבידנד וביום שלאחר ההכרזה חלו בממוצע תשואות

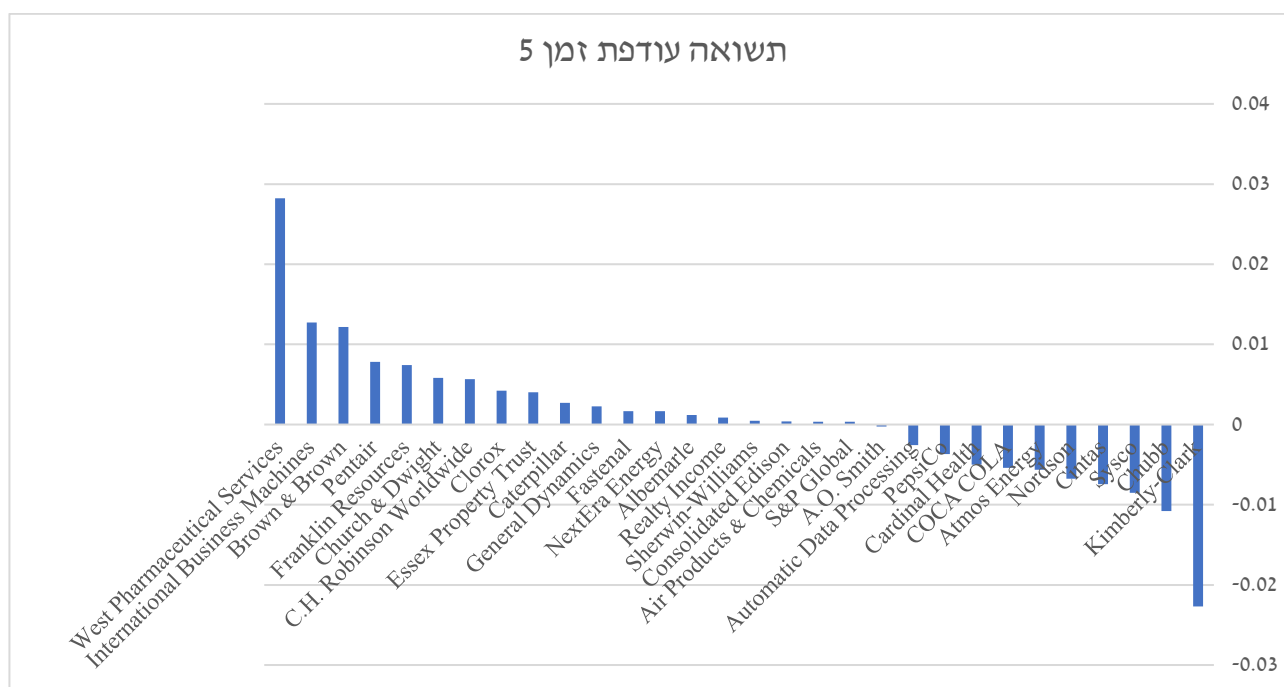
עודפות חיוביות. כמו כן, נראה כי ביומיים וכן בשלושה ימים שלאחר ההכרזה חלו תשואות שליליות בממוצע וכן בארבעה וחמישה ימים ממועד ההכרזה היו בממוצע תשואות חיוביות. בבחינת הימים טרם ההכרזה נראה כי לא היו שינויים משמעותיים באופן ממוצע כך שלא ניתן להניח שהייתה השפעה כלשהי מבחינת הדלפת מידע.

כמו כן, בבחינת הממצאים מהיום בו הוכרז הדיבידנד (נספח א'), נראה כי 14 חברות מתוך 30

חברות המדגם חוו תשואה עודפת שלילית.

גרף 6-

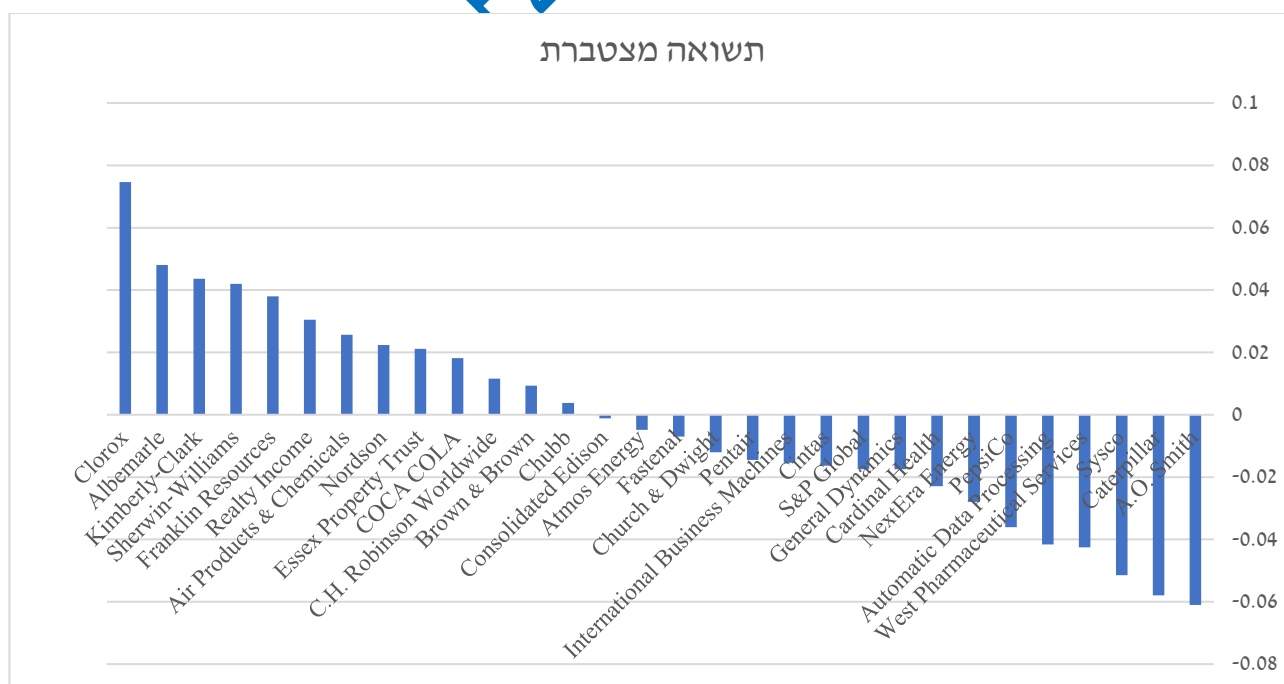
תשואה עודפת חמישה ימים לאחר ההכרזה



בבחינת התשואה העודפת המצטברת נכון ליום החמישי מההכרזה (תום חלון האירוע), עולה כי-

גרף 6-

תשואה עודפת מצטברת חמישה ימים לאחר ההכרזה



נראה כי 12 מחברות המדגם חוו בסך הכול בכלל התקופה תשואה מצטברת חיובית. בעבור שרוב חברות המדגם (60%) לא חוו תשואה מצטברת חיובית. המשמעות הינה כי בעבור רוב חברות המדגם, בסכימת ההפרש בין התשואה הצפויה לתשואה בפועל, לא היה השפעה חיובית וזאת על אף כי בחלון האירועים הוכרז כי החברה עתידה לחלק דיבידנד. בסך הכול מתוצאות אלו, נראה כי רוב החברות חוות תשואות חיוביות ביום ההכרזה, ביום שלאחריה וכן חמישה וארבעה ימים לאחר ההכרזה. עם זאת, ביומיים שלאחר ההכרזה וכן בשלושה ימים שלאחריה רוב החברות חוות תשואות שליליות.

כמו כן, בוצע ניתוח דרווין ווטסון על מנת לבחון את הקורלציה האוטומטית במדגם. משוואת הרגרסיה שעל בסיסה בוצע הניתוח הינה-

$$XR_{it} = \alpha + \beta_1 ER_{it} + \beta_2 CAR_{it} + \beta_3 D_{it} + \epsilon_{it}$$

כשהמשתנה התלוי של הרגרסיה הוא התשואה העודפת של המניה והמשתנים הבלתי תלויים הם התשואה הצפויה של המניה, תשואה חריגה מצטברת, ומספר הימים האירוע ההודעה בגין חלוקת דיבידנד. מתוצאות ניתוח דרווין ווטסון עולה כי ערכו במודל הינו כ-2.14. דהיינו, המודל מחולק באופן אקראי ולכן ניתן להסיק כי הוא מוגדר כראוי.

דיון ומסקנות

המחקר הנוכחי שאף לבחון את הקשר שבין תשואת המניה למועד הכרזת חלוקת דיבידנד. סוגיה זו הייתה נושא במחקרים רבים וזאת לאור החשיבות של מדינות חלוקת דיבידנד במימון תאגידי המהווה מדד להערכת יציבות וכושר פירעון של החברה (Avanzi, 2009). המחקר בדק את השפעת הודעות הדיבידנד על תשואות המניות באמצעות מודל אירוע. המחקר מבוצע ניתוח התשואות העודפות (ההבדל בין התשואות בפועל לצפויות) סביב מועד ההכרזה ל-30 חברות אשר נסחרות ב S&P500 והכריזו על חלוקת דיבידנד בשנת 2024. התוצאות מראות תגובה מעורבת מהשוק להודעות דיבידנד.

מתוצאות המחקר הנוכחי עולה כי ביום ההודעה (יום 0) וביום שאחרי (יום 1), התשואות העודפות הממוצעות היו חיוביות, מה שמעיד על כך שהשוק הגיב תחילה בחיוב לחדשות הדיבידנד. עם זאת, חשוב לציין כי לא כל החברות במדגם חוו תשואות עודפות חיוביות בימים אלו ממצא זה עולה בקנה אחד עם תיאוריית ציפור אחד ביד המוצג במחקרו של שינדהו (Sindhu, 2014) ולפיה המשקיעים מעדיפים רווח הון בצורת דיבידנד על פניה צבירת רווחים של החברה להשקעה עתידית. כמו כן, העובדה כי המחקר מוצא כי בימים הראשונים (היום ההכרזה בדבר חלוקת דיבידנד וביום שלאחריו) מצביע על כל שהמשקיעים תופסים בדרך כלל הודעות דיבידנד כאותות חיוביים לביצועי החברה ובריאות פיננסית.

עם זאת, המחקר מעלה כי בימים שלאחר ההודעה (היום השני והשלישי), התשואות העודפות הממוצעות היו שליליות, מה שמצביע על היפוך פוטנציאלי של התגובה החיובית הראשונית או תיקון בתגובת השוק. עם זאת, המחקר הנוכחי מוצא כי שהתשואות העודפות הממוצעות הפכו שוב לחיוביות ביום הרביעי והחמישי לאחר ההכרזה. ממצא זה מצביע על תגובה חיובית פוטנציאלית מאוחרת או המשך של התגובה החיובית הראשונית. דהיינו, ניתן להסיק כי לאורך זמן

כמו כן, התשואות העודפות המצטברות על פני כל חלון האירוע (5 ימים לאחר ההודעה) הראו שרק 40% מהחברות המדגם חוו תשואה מצטברת חיובית, בעוד הרוב (60%) לא חוו תשואה מצטברת חיובית, ממצא זה מתקשר עם מאמרם של מירז ואזפה (Mirza & Azfa, 2010) וכן עם תאוריית מונוליאמי-מילר לפיה חלוקת דיבידנד איננה משפיעה על תשואת המניות.

אף על פי כן, המובהקות הסטטיסטית של התשואות העודפות, כפי שנמדדה במבחן T, השתנתה בין חברות וימים. רק לחברות בודדות היו ערכי T מובהקים סטטיסטית (גדולים מ-2), מה שמצביע על כך שהתשואות העודפות שנצפו לא יהיו מובהקות באופן עקבי עבור רוב החברות במדגם.

בנוסף, בבחינת התשואה העודפת המצטבר עולות תוצאות מעורבות, בעוד שחלק מהחברות חוו תשואה מצטברת חיובית הכוללת, המעידה על ביצועים חיוביים מתמשכים לאורך כל התקופה, חלק ניכר

מהחברות לא חוו תשואה מצטברת חיובית. כלומר, ניתן להסיק שההכרזה בדבר חלוקת דיבידנד יכולה ליצור אופטימיות מסיימת אך ההשפעה משתנה מחברה לחברה.

מרכז סיוע לסטודנט - Ez Grade - **דוגמה**

סיכום והמלצות להמשך

בעבודה זו ניסינו לבדוק מהי ההשפעה של מדיניות חלוקת דיבידנד על תשואת המניה תוך התמקדות בהודעה הראשונית הדבר החלוקה (יום האקס). על מנת לענות על שאלת המחקר בחנו ספרות מחקרים העוסקת בהשפעות של מדיניות חלוקת דיבידנד וכן תיאוריות העומדות מאחורי השפעה זו. כמו כן, בוצע מחקר אמפירי באמצעות שיטת לימוד אירוע. המחקר בחן 30 חברות אשר נסחרות במדד S&P500 והכריזו על חלוקת דיבידנד בשנת 2024. המחקר השוואה בין התשואה הצפויה לבין התשואה בפועל וכן בחן תשואה עודפת מצטברת. מובהקות התוצאות נבחנה באמצעות מבחן T.

המחקר מעלה תוצאות מעורבות. בעוד שבחלק מהימים נצפו ברוב החברות תשואות חיוביות בחלק מהימים (ימים לאחר ההכרזה ושלושה ימים לאחר ההכרזה) נצפו תשואות עודפות שליליות ברוב החברות. כמו כן, התוצאות השתנו מחברה לחברה וכן ברוב המקרים לא היו מובהקות. ממצאים אלו עולים בקנה אחד עם סקירת הספרות ומציגים שבסך הכול יש להכרזה בדבר חלוקת דיבידנד השפעה חיובית, אך ישנם גורמים נוספים מלבד ההכרזה עצמה המשפיעים על השוק עצמו.

עם זאת, למחקר הנוכחי מגבלות. בניהן העובדה כי המדגם כלל 30 חברות בלבד אשר עלולות לא לייצג באופן מלא את השוק כולו. כמו כן, במחקר נבחר חלון אירוע על חמישה ימים טרם ההכרזה וחמישה ימים לאחר ההכרזה. כך שייתכן כל לא נתפסו כלל תגובות השוק. בנוסף, המחקר הנוכחי לא מביא בחשבון גורמי שוק נוספים כמו גודל חברה, סקטור של החברה, גובה הדיבידנד שחולק ועוד אשר עלולים להשפיע גם הם בנוסף להכרזה עצמה.

לאור מגבלות המחקר, כמחקר המשך היינו מציעים לבצע מחקר בו יבוצע ניתוח אורכי בו יוערך תגובות השוק להכרזות דיבידנד שונות של אותה החברה. כמו כן, היינו ממליצים לבצע מחקר בו יילקחו בחשבון גורמים נוספים בניהם גודל חברה המשפיעים גם הם על תגובת המשקיעים בעת הכרזת דיבידנד.

- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.
- Avanzi, B. (2009). Strategies for dividend distribution: A review. *North American Actuarial Journal*, 13(2), 217-251.
- Baker, H. K., & Smith, D. M. (2006). In search of a residual dividend policy. *Review of financial Economics*, 15(1), 1-18.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- Firer, C., Gilbert, E., & Maytham, A. (2008). Dividend policy in South Africa. *Investment Analysts Journal*, 37(68), 5-19.
- Mirza, H. H., & Azfa, T. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221.
- Mamaro, L. P. (2019). The relationship between dividend payout and financial performance. In *The relationship between dividend payout and financial performance: Mamaro, Lenny P.*.
- Mafiejor, M. B. (2021). Analysis Of Dividend Policies, Theories, And Models.
- KANAKRIYAH, R. (2020). Dividend policy and companies' financial

performance. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, 7(10), 531-541.

Mehta, A. (2012). An empirical analysis of determinants of dividend policy-evidence from the UAE companies. *Global review of accounting and finance*, 3(1), 18-31.

Sindhu, M. I. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and accounting*, 5(5), 16-23.

חברת סינר לסיסטמס - Ez Grade - **דוגמה**