

ELŻBIETA MARIA WRONSKA

Testowanie teorii objaśniających politykę dywidend

Dividend policy – review of empirical test

Wstęp

W teorii finansów przedsiębiorstw, wśród najważniejszych kwestii, wyróżnić można politykę dywidend. Polityka dywidend jest przedmiotem zainteresowań już od ponad 50 lat i była przedmiotem badań zarówno teoretycznych, jak i empirycznych. Jednak badania empiryczne nie zapewniły wystarczającego poparcia dla którejkolwiek ze sformułowanych teorii. Wydaje się więc, że stwierdzenie „dividend puzzle” Blacka z 1976 r. pozostaje nadal aktualne¹.

Obecnie wyodrębnia się kilka teorii objaśniających politykę dywidend. Można do nich zaliczyć: teorię niezależności dywidend, teorie podatkowe, teorię klienteli, teorię sygnalizacji, teorię kosztów agencji, a także teorie wykorzystujące podejście behawioralne².

Celem niniejszego opracowania jest weryfikacja postrzegania potrzeby wypłaty dywidend oraz przesłanek wypłaty dywidend uwzględniających założenia najważniejszych teorii polityki dywidend z punktu widzenia dyrektorów finansowych podmiotów wypłacających dywidendy.

¹ „Dlaczego firmy wypłacają dywidendy? Dlaczego inwestorzy przywiązują wagę do dywidend? Wydaje się, że odpowiedź na te pytania wcale nie jest taka oczywista. Im głębiej i usilniej patrzymy na obraz dywidend tym bardziej wydaje się być puzzlami, w których kawałki nie pasują do siebie” F. Black, *The Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management”, 1976, vol 2.

² Szerzej na temat teorii polityki dywidend w: E. M. Wronska, *Przegląd teorii objaśniających politykę dywidend*, „Annales UMCS”, Sectio H, Wyd UMCS, Lublin 2009, s. 263 i następane.

1. Charakterystyka teorii polityki dywidend

Dla badań nad polityką dywidend punktem wyjścia są badania M. Gordona³ oraz Lintnera⁴. Badania Gordona odnosiły się do analizy danych rynkowych i pozwoliły sformułować hipotezę o dodatnim związku między dywidendami a kursami giełdowymi akcji (*bird-in-the-hand theory*).

Punktem wyjścia w formułowaniu teorii polityki dywidend jest teoria Modiglianiego-Millera wiążąca się z koncepcją neutralności dywidend względem kursów akcji (*irrelevance theory*). Miller i Modigliani oparli się na założeniu, że w sytuacji gdy program inwestycyjny jest ustalony, to każde zwiększenie wypłaty dywidendy powoduje zwiększenie zapotrzebowania na źródła finansowania. Dla wartości firmy dużo ważniejszy jest jednak przyjęty program inwestycji oraz ich efekty, niż sposób podziału wyniku finansowego.

Teorie podatkowe sugerują też, że poziom dywidend wypłacanych przez firmy jest efektem kosztów podatkowych ponoszonych przez inwestorów. Różnice w poziomie płatności podatkowych są minimalizowane poprzez segregację inwestorów w grupy klientów (efekt klienteli)⁵. Zmiana poziomu dywidendy spowoduje jednak zmianę w klienteli akcjonariuszy firmy. Akcjonariusze dzielą się na grupy klienteli według tego, na jakie płatności podatkowe narazi ich otrzymywana dywidenda w zależności od skali podatkowej, według której zobowiązani są płacić podatki⁶.

W teorii sygnalizacji, ze względu na różnicę w wiedzy między zarządem a właścicielami, ogłoszenia o wypłacanej dywidendzie oraz wysokość dywidendy posiadają zawartość informacyjną a tym samym zdolność sygnalizacyjną, tj. przekazują sygnał od menedżerów na rzecz inwestorów co do aktualnej sytuacji spółki oraz jej perspektyw rozwoju⁷. Easterbrook zauważa, że polityka dywidend może być istotnym instrumentem zmniejszania kosztów agencji. Większe wypłaty dywidend redukują środki pieniężne w firmie i wymagają od menedżerów poszukiwania finansowania na rynkach finansowych i konkurowania z innymi firmami o dodatkowe zewnętrzne finansowanie⁸.

³ M. J. Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics”, May 1959, No 41.

⁴ J. Lintner, *Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*, „Quarterly Journal of Economics”, 1956, No 78.

⁵ R. W. Masulis, B. Trueman, *Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 1988, vol 23.

⁶ R. H. Litzenberger, K. Ramaswamy, *The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects*, „Journal of Finance”, 1982, vol 37 oraz M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business”, 1961, No 34.

⁷ S. Bhattacharya, *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*, „Bell Journal of Economics”, 1979, vol 10 oraz Id., *Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „The Quarterly Journal of Economics”, 1980, vol 95.

⁸ F. H. Easterbrook, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, „American Economic Review”, 1984, vol 74 oraz M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review”, May 1986, vol. 76, No 2. Chociaż Jensen w swoim opracowaniu nie odnosi się do wypłat

W ramach badań nad teoriami polityki dywidend w ostatnich latach sformułowanych zostało kilka godnych uwagi koncepcji opartych na wykorzystaniu finansów behawioralnych. Jedną z nich to koncepcja opracowana przez Feldsteina i Greena⁹. Stwierdzili oni, że akcjonariusze wykorzystują dywidendy do finansowania konsumpcji. Ze względu na koszty transakcyjne, które są ponoszone przy okazji sprzedaży papierów wartościowych, preferowana jest konsumpcja dochodu (dywidend), a nie kapitału (zasobu posiadanych akcji). W podobnym tonie wypowiadają się Kahneman i Tversky¹⁰, Shefrin i Statman¹¹ oraz Thaler i Shefrin¹².

2. Metodologia badań empirycznych

Autorka uznała za zasadne podjęcie badań nad postrzeganiem dywidend przez menedżerów finansowych, czyli osób, które winny w sposób świadomy i celowy oddziaływać na decyzje w zakresie propozycji podziału wyniku finansowego i wypłat gotówki na rzecz właścicieli. Osoby te jako profesjonalisci w zakresie zarządzania finansami winne w podejmowanych decyzjach i ocenach kierować się pełną wiedzą w zakresie oddziaływania wypłat dywidend zarówno na sytuację finansową przedsiębiorstwa, jak i na pozycję przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym wyznaczaną oceną inwestorów.

Narzędziem wykorzystanym do badania opinii menedżerów była ankieta, w której menedżerowie finansowi zostali poproszeni o odpowiedź na zestaw 25 pytań. Celem stawianych pytań było poznanie oceny menedżerów finansowych sposobu postrzegania dywidend przez inwestorów przez pryzmat sformułowanych w finansach przedsiębiorstw teorii polityk dywidend. Sformułowania zawarte w ankiecie nie odnosiły się bezpośrednio i w kolejności do sformułowanych teorii. Poprzez zastosowanie obiegowych sformułowań i rozproszenia stwierdzeń miały na celu odczytanie rzeczywistych ocen menedżerów finansowych i sprawdzenie, czy respondent wypełniał ankietę w pośpiechu i bez refleksji. Tabela nr 1 zawiera stwierdzenia i odpowiadające im teorie, wraz ze wskazaniem oczekiwanej odpowiedzi („zgadzam się” lub „nie zgadzam się”), jeśli dana teoria miałaby zostać zweryfikowana pozytywnie. Znak X wskazuje, że dane stwierdzenie ma związek z konkretną teorią, jednak mniej istotny jest fakt zgodzenia się czy też nie z danym stwierdzeniem.

dywidend, to jego przemyślenia powszechnie wykorzystuje się do opisu hipotezy *cash flow* dla potrzeb wyjaśnienia polityki dywidend.

⁹ M. S. Feldstein, J. Green, *Why do Companies Pay Dividends?*, „American Economic Review”, 1983, vol 73.

¹⁰ D. Kahneman, A. Tversky, *The Psychology of Preferences*, „Scientific American”, 1982, vol 246.

¹¹ H. M. Shefrin, M. S. Statman, *Explaining Investor Preference for Cash Dividends*, „Journal of Financial Economics”, 1984, vol 13.

¹² Szerzej na temat teorii polityki dywidend w: E. M. Wrońska, *Przegląd teorii objaśniających politykę dywidend*, „Annales UMCS”, Sectio H, Wyd UMCS, Lublin 2009, s. 263 i następn.

14	wzrost dywidend jest znakiem, że wiedzie nam się dobrze	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Zgoda	-	0,7
15	tylko firmy ze zwiększającym się kursem akcji powinny płacić dywidendy	Zgoda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,1
16	zwiększamy dywidendy tylko wtedy, gdy możemy ten wyższy poziom utrzymać w długim okresie	Zgoda	-	-	-	-	-	-	-	-	Brak zgody	-	-0,6
17	inwestorzy indywidualni nie rozumieją rzeczywistej ekonomicznej wartości dywidend	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,7
18	inwestorzy instytucjonalni wiedzą, jaki efekt dywidendy będą mieć na cenę akcji	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,4
19	jakkolwiek redukcja dywidend może wpłynąć na zmniejszenie kursu akcji, ponieważ mamy politykę dywidend niemających	Zgoda	-	-	-	-	-	-	-	-	Zgoda	-	0,1
20	kiedy firma zaczęła płacić dywidendy, musi kontynuować ich wypłatę ponieważ w przeciwnym razie akcjonariuszy będą myśleć, że coś jest nie tak z naszą firmą	Zgoda	-	-	-	-	-	-	-	-	Zgoda	-	-0,6
21	zastępowanie dywidendy gotówkowej przez dywidendę w akcjach jest znakiem, że nie wiedzie nam się najlepiej	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Zgoda	-	-0,7
22	wielu inwestorów wierzy, że wzrost dywidendy jest znakiem, że my nie mamy niczego lepszego do zrobienia z gotówką	-	-	-	-	-	-	-	-	Zgoda	Brak zgody	-	-0,3
23	wiele z naszych inwestorów nie obraca naszymi akcjami bez względu na to, czy ceny rosną czy też nie	-	-	-	-	-	-	X	-	-	-	X	0,7
24	wypłacanie lub płacenie jak najmniejszych dywidend jest ważne, ponieważ to pozwala nam zamienić zatrzymane zyski na stały kapitał własny	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,0
25	pieniądze przemawiają do inwestorów – im więcej wypłacamy gotówki tym bardziej inwestorzy wierzą, że wiedzie nam się dobrze	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Zgoda	-	0,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie G. Frankfurter, A. Kosedag, H. Schmidt, M. Topalov, *The Perception of Dividends by Management*, „The Journal of Psychology and Financial Markets”, 2002, vol. 3 No 4 oraz wyników badań własnych.

Ankieta miała charakter anonimowy i została rozesłana do 24 podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania objęły 3 branże według klasyfikacji przyjętej przez Giełdę (branża chemiczna, metalowa i materiałów budowlanych). Branże zostały wybrane z uwagi na ich liczną reprezentację na giełdzie papierów wartościowych. Z każdej branży w sposób losowy wybrano po 8 spółek.

Menedżerowie finansowi z badanych 24 podmiotów mieli możliwość udzielenia odpowiedzi poprzez wpisanie dla każdego stwierdzenia liczby z przedziału (-2,2), gdzie „-2” oznaczało zdecydowanie się nie zgadzam, a „2” zdecydowanie się zgadzam. Uśrednione dla badanej grupy podmiotów wyniki zostały zaprezentowane w ostatniej kolumnie tabeli 1.

3. Wyniki badań

Celem niniejszego opracowania była weryfikacja postrzegania potrzeby wypłaty dywidend oraz przesłanek wypłaty dywidend uwzględniających założenia najważniejszych teorii polityki dywidend z punktu widzenia dyrektorów finansowych podmiotów wypłacających dywidendy.

Wyniki przeprowadzonej ankiety potwierdzają tylko dwa wnioski (stwierdzenie nr 1 oraz nr 6) spośród 6 dotyczących badań Lintnera z 1956. W przypadku pozostałych 4 stwierdzeń (stwierdzenie nr 15, 16, 19 i 20) menedżerowie wyraźnie są odmiennego zdania, i przy wymaganej zgodzie na te stwierdzenia nie zgadzają się z nimi. Menedżerowie finansowi uważają, że akcjonariusze są zainteresowani dywidendami. Natomiast menedżerowie nie zgadzają się ze stwierdzeniami odnoszącymi się do konieczności zwiększania dywidend w sytuacji rosnących kursów akcji i konieczności utrzymania wysokiego poziomu dywidend. Obojętni są w stosunku do stwierdzeń o wpływie zmniejszających się dywidend na długoterminowy kurs akcji. Na podstawie powyższego można stwierdzić, że polscy menedżerowie finansowi są zwolennikami odmiennych strategii wypłat dywidend w stosunku do tych stwierdzonych przez Lintnera w latach 50. XX wieku.

W opinii menedżerów finansowych nie ma też w praktyce zastosowania teoria nieistotności dywidend. Menedżerowie finansowi nie zgodzili się ze stwierdzeniem nr 10, co oznacza, że widzą oni wpływ wysokości dywidend na kursy akcji w długim okresie. Jednocześnie zgadzają się ze stwierdzeniem odnoszącym się do wpływu dywidend na krótkoterminowe zmiany kursów akcji (stwierdzenie nr 11).

Również obowiązki związane z płatnościami podatku od dywidend przez inwestorów nie wydają się mieć znaczenia w opinii menedżerów finansowych. Menedżerowie nie zauważyli, by inwestorzy indywidualni z powodów podatkowych (podatek od dywidend gotówkowych) preferowali dywidendy w akcjach wobec dywidend gotówkowych (stwierdzenie nr 3). Natomiast menedżerowie finansowi są zdania, że inwestorzy instytucjonalni zdecydowanie wolą dywidendy gotówkowe (stwierdzenie nr

2). Zauważyć należy, że w polskim prawie podatkowym inne rozwiązania podatkowe są stosowane wobec dochodów podatkowych uzyskiwanych przez osoby fizyczne, a inne przez podmioty będące osobami prawnymi (inwestorów instytucjonalnych).

Odnosząc się do teorii sygnalizacji, należy zauważyć, że wyniki przeprowadzonej ankiety potwierdzają sześć wniosków (stwierdzenie nr 8, 9, 14, 16, 22 oraz 25) spośród 10 dotyczących tej teorii. W przypadku pozostałych 4 stwierdzeń menedżerowie wyraźnie są odmiennego zdania w stosunku do wymaganych odpowiedzi (np. przy wymaganej zgodzie na dane stwierdzenie menedżerowie nie zgadzają się z nim lub jest ono dla nich obojętne). Zauważyć należy, że spośród 10 stwierdzeń, 3 dotyczą możliwości oddziaływania na kursy akcji (dotyczy to stwierdzenia nr 9, 11 oraz 19), podczas gdy pozostałych 7 odnosi się do wykorzystywania dywidendy do sygnalizowania sytuacji spółki. Tylko jedno ze stwierdzeń odnoszących się do kształtowania kursów akcji zostało potwierdzone. Dotyczyło ono braku możliwości oddziaływania na kurs akcji za pośrednictwem dywidendy. Spośród 7 stwierdzeń odnoszących się do relacji między dywidendą a sytuacją spółki, 5 zostało potwierdzonych. Większość potwierdzonych stwierdzeń odnosiło się do pozytywnego związku między dywidendą a sytuacją spółki (dotyczy to 8, 14 oraz 22).

Zauważyć należy, że w stosunku do 4 spośród 6 stwierdzeń uzyskano odpowiedzi zgodne z wymaganiami stawianymi dla potrzeb potwierdzenia teorii agencji. Tylko w dwu przypadkach (stwierdzenie nr 4 oraz 22) nie uzyskano jednoznacznego potwierdzenia teorii agencji. Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że zgodnie z teorią agencji menedżerowie finansowi wierzą, że akcjonariusze lubią dywidendy. Jednocześnie menedżerowie nie są zwolennikami zwiększania liczby akcjonariuszy w strukturze akcjonariatu. Menedżerowi uważają także, że inwestorzy instytucjonalni winni preferować dywidendy w akcjach zamiast gotówkowych. Natomiast nie zostały potwierdzone założenia teorii agencji dotyczące preferencji co do składu akcjonariatu na rzecz przewagi inwestorów instytucjonalnych oraz założenie o przekonaniach akcjonariuszy co do przyczyn zwiększenia wypłaty dywidend (brak możliwości ulokowania gotówki w atrakcyjne projekty).

Odnosząc się do aspektów behawioralnych polityki dywidend, należy zauważyć, że wyniki przeprowadzonej ankiety potwierdzają cztery wnioski (stwierdzenie nr 1, 6, 13 oraz 23) spośród 7 dotyczących tej teorii. W przypadku pozostałych 3 stwierdzeń menedżerowie wyraźnie są odmiennego zdania w stosunku do wymaganych odpowiedzi (np. przy wymaganej zgodzie na dane stwierdzenie menedżerowie nie zgadzają się z nim lub jest ono dla nich obojętne). Zauważyć należy, że spośród 7 stwierdzeń, 3 dotyczą preferencji inwestorów (stwierdzenie nr 1, 2 oraz 6), natomiast kolejne 3 (stwierdzenie nr 9, 19 i 23) wiążą dywidendy z decyzjami inwestycyjnymi właścicieli (a przez to z kursami akcji). Spośród stwierdzeń odnoszących się do preferencji inwestorów co do otrzymywania dywidend, 2/3 stwierdzeń zostało potwierdzonych. Natomiast w zakresie twierdzeń odnoszących się do istnienia związku między dywidendami a decyzjami inwestycyjnymi inwestorów 1/3 stwierdzeń została potwierdzona.

Zakończenie

Celem artykułu był przegląd wyników testowania teorii dotyczących polityki dywidend. W teorii finansów przedsiębiorstw wyróżnić można teorie dotyczące polityki dywidend. Polityka dywidend jest przedmiotem zainteresowań już od ponad 50 lat i była przedmiotem badań zarówno teoretycznych, jak i empirycznych. Jednak badania empiryczne nie zapewniły wystarczającego poparcia dla którejkolwiek ze sformułowanych teorii.

Z przeprowadzonych badań w siedmiu spółkach można określić obraz menedżera finansowego niechętnego do wypłacania dywidend, ale realizującego wypłatę dywidend z uwagi na preferencje i potrzeby właścicieli oraz dobrą *publicity* tworzoną wokół firm wypłacających dywidendę. Można więc stwierdzić, że menedżerowie finansowi badanych podmiotów są zobowiązani do zaspokajania potrzeb inwestorów, starając się jednocześnie wykorzystać tę sytuację do budowania dobrego wizerunku spółki. Brak jest jednak z ich strony aktywnych działań nakierowanych na kształtowanie polityki dywidend lub oddziaływania na inwestorów w tym zakresie.

Badanie ankietowe pozwoliło stwierdzić, że w badanej grupie 7 spółek czynnikami decydującymi o kształtowaniu polityki dywidend są te określone w teoriach sygnalizacji, agencji oraz finansów behawioralnych. Mniejsze znaczenie dla polityki dywidend w badanych spółkach mają czynniki zawarte w teorii nieistotności dywidend oraz teorii podatkowej.

Bibliografia

1. Bhattacharya S., *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*, „Bell Journal of Economics” 1979, vol 10.
2. Bhattacharya S., *Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „The Quarterly Journal of Economics” 1980, vol 95.
3. Black F., *The Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management” 1976, vol 2.
4. Easterbrook F. H., *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, „American Economic Review” 1984, vol 74.
5. Fama E. F., Miller M. H., *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York, 1972.
6. Feldstein M. S., Green J., *Why do Companies Pay Dividends?*, „American Economic Review” 1983, vol 73.
7. Gordon M. J., *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” May 1959, No 41.
8. Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol 3.
9. Jensen M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review” May 1986, vol. 76, No 2.
10. Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
11. Kahneman D., Tversky A., *The Psychology of Preferences*, „Scientific American” 1982, vol 246.
12. Lintner J., *Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, No 78.

13. Litzenberger R. H., Ramaswamy K., *The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects*, „Journal of Finance” 1982, vol 37.
14. Masulis R. W., Trueman B., *Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1988, vol 23.
15. Miller M. H., *Behavior Rationality in Finance: the Case of Dividends*, „Journal of Business” 1986, vol 59.
16. Miller M. H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, No 34.
17. Myers S. C., *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, vol 5.
18. Rudolf S. (red), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red., PWN, Warszawa 1999.
19. Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2002.
20. Shefrin H. M., Statman M. S., *Explaining Investor Preference for Cash Dividends*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol 13.
21. Urbanek P., *Nadzór właścicielskie a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] Rudolf S. (red), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, PWN, Warszawa 1999.
22. Wrońska E. M., *Przegląd teorii objaśniających politykę dywidend*, „Annales UMCS”, Sectio H, 2009.

Dividend policy – review of empirical test

This paper presents the outcome of the survey on dividend policy carried out in 7 companies. Corporate dividend policy has captured the interest of economists of this century and over the last five decades has been the subject of intensive theoretical modeling and empirical examination. A number of conflicting theoretical models define attempts to explain corporate dividend behavior.

The survey showed that financial managers are convinced that investors want dividends. The managers are aware that there is short-term reaction of stock prices on dividends. Financial managers think that paying dividends gives good publicity. However, financial managers believe that not paying dividends could retain cash and increase equity. It is possible to picture a financial manager that is unwilling to pay dividends but aware that paying dividends is important for shareholders and important for company because of good publicity.

The survey showed that assumptions mentioned in signaling theory, agency theory and behavioral finance theory are the most important factors taken into account by financial managers. The less important are assumptions connected with irrelevant theory and tax theory.