

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

*Przegląd teorii objaśniających politykę dywidend*

---

Dividend policy – review of theories

**Abstrakt:** Celem artykułu jest przegląd teorii dotyczących polityki dywidend w ujęciu odmiennym od dotychczas spotykanego w literaturze polskiej. Dodatkowo w niniejszym opracowaniu zaprezentowano teorie odnoszące się do polityki dywidend dotychczas nieprzedstawiane w literaturze polskiej. Chodzi tu szczególnie o te, które wykorzystują podejście behawioralne do wypłat dywidend. Podejście behawioralne stanowi próbę poszukiwania odpowiedzi na wciąż niewyjaśnione zagadnienia dotyczące polityki dywidend.

Przedstawione w niniejszym artykule rozważania teoretyczne będą stanowić podstawę dalszych badań (w tym badań empirycznych), które autorka zamierza podjąć w przyszłości. Dotyczy to w szczególności zagadnień odnoszących się do behawioralnych przesłanek podejmowania decyzji w zakresie wypłat dywidend oraz do zachowań inwestorów i menedżerów.

WSTĘP  
Introduction

W teorii finansów przedsiębiorstw, wśród najważniejszych kwestii, wyróżnić można politykę dywidend. Polityka dywidend może być rozumiana jako świadome i celowe działania, które charakteryzuje pewna stałość w długim okresie. Polityka dywidend spółki winna odnosić się do celów strategicznych sformułowanych w przedsiębiorstwie oraz do wykorzystywanych procedur w ramach zarządzania przedsiębiorstwem oraz relacjami z właścicielami.

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 sfor-

mułowanych teorii. Wydaje się więc, że stwierdzenie „dividend puzzle” Blacka z 1976 roku pozostaje nadal aktualne.<sup>1</sup>

W literaturze przedmiotu występują różne klasyfikacje teoretycznych ujęć polityki dywidend. Teorie polityki dywidend najczęściej klasyfikuje się, według ich wpływu na kursy akcji, na następujące grupy poglądów<sup>2</sup>:

- 1) konserwatywna grupa poglądów, stwierdzająca, że dywidendy pozytywnie wpływają na wartość akcji,
- 2) neutralna grupa poglądów, stwierdzająca, że dywidendy pozostają bez związku z wartością akcji,
- 3) antydywidendowa grupa poglądów, stwierdzająca, że dywidendy zmniejszają wartość akcji.

W literaturze polskiej do najczęściej omawianych modeli w ramach wymienionych grup zaliczyć można<sup>3</sup>:

- model M. J. Gordona (*bird-in-the-hand theory*, 1959) na poparcie teorii grupy konserwatywnej stojącej na stanowisku, że dywidendy wpływają na zwiększenie wartości rynkowej akcji,
- model M. H. Millera i F. Modiglianiego (*irrelevance theory*, 1961) na poparcie teorii grupy neutralnej stojącej na stanowisku, że dywidendy pozostają bez związku z wartością akcji,
- model preferencji podatkowych R. H. Litzenbergera i K. Ramaswamy’ego (*tax effect*, 1979) na poparcie teorii grupy antydywidendowej, stojącej na stanowisku, że wypłata dywidendy wpływa na zmniejszenie wartości rynkowej akcji.

Wydaje się jednak, że przyjęcie takiej klasyfikacji i prezentacja w jej ramach tylko trzech modeli nie wyczerpuje wszystkich aspektów oddziaływania

<sup>1</sup> „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, że są to puzzle, w których kawałki nie pasują do siebie”; F. Black, *The Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management” 1976, vol. 2.

<sup>2</sup> M. E. Holder, F. W. Langrehr, J. L. Hexter, *Dividend Policy Determinant: An Investigation of the Influence of Stakeholder Theory*, „Financial Management” (Autumn) 1998, vol. 27, nr 3.

<sup>3</sup> Por. m.in. M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 131 i n.; A. N. Duraj, *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidend przez publiczne spółki akcyjne*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 124 i n.; W. Płuta, *Strategiczne zarządzanie finansami*, Wydawnictwo Ekspert, Wrocław 1996, s. 128 i n.; J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 197 i n., a także pozycje z literatury angielskiej takie jak m.in.: R. A. Brealey, S. C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1999, t. 1, s. 581 i n.; E. W. Davis, J. Pointon, *Finanse i firma*, PWE, Warszawa 1997, s. 255 i n.; E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t. 2, s. 221 i n.; E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, t. 1, s. 585 i n.; E. F. Brigham, J. F. Houston, *Podstawa zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005, s. 193 i n.

dywidend. Dotyczy to szczególnie tych teorii, które nie badają związku między dywidendami a wartością akcji. Dodatkowo, ograniczenie się do prezentowania tylko trzech modeli polityki dywidend nie wyczerpuje bogactwa zagadnień związanych z tym jednym z najważniejszych zagadnień finansów przedsiębiorstw.

W związku z tym wydaje się konieczne zaprezentowanie innego podejścia do teorii dotyczących polityki dywidend. Przy jego zastosowaniu wyodrębnić można<sup>4</sup>:

- teorie formułowane dla warunków pełnej informacji,
- teorie formułowane z uwzględnieniem asymetrii informacyjnej,
- teorie wykorzystujące podejście charakterystyczne dla finansów behawioralnych.

Przy zastosowaniu takiego podziału możliwe stanie się zaprezentowanie szerszej gamy teorii polityki dywidend. Teorie zaliczane do wyodrębnionych grup zostaną scharakteryzowane w dalszej części opracowania.

Nadmienić należy, że dla badań nad polityką dywidend punktem wyjścia są badania M. Gordona<sup>5</sup> oraz Lintnera.<sup>6</sup> 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*). Badania Lintnera dotyczyły analizy zachowań menedżerów i wskazywały m.in., że menedżerowie niechętnie zmniejszają dywidendy. Badania te pozwoliły na sformułowanie zaleceń dla podmiotów próbujących ustalić optymalną politykę dywidend. Badania Lintnera miały jednak wymiar empiryczny i nie wiązały się ze sformułowaniem spójnej i kompletnej teorii.<sup>7</sup>

#### TEORIE FORMUŁOWANE W WARUNKACH PEŁNEJ INFORMACJI

##### Full information theories

Do grupy teorii polityki dywidend formułowanych w warunkach pełnej informacji zaliczyć można teorie podatkowe oraz teorie klienteli.

Punktem wyjścia analizy w tych teoriach jest teoria Modiglianiego-Millera wiążąca się z koncepcją neutralności dywidend względem kursów akcji (*irrelevance theory*). Teoria ta opiera się na następujących założeniach<sup>8</sup>:

<sup>4</sup> G. M. Frankfurter, B. G. Wood Jr, *Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests*, „International Review of Financial Analysis” 2002, vol. 11.

<sup>5</sup> M. J. Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” (May) 1959, nr 41.

<sup>6</sup> J. Lintner, *Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, nr 78.

<sup>7</sup> N. Bhattacharya, *Dividend Policy: a Review*, „Managerial Finance” 2007, vol. 33.

<sup>8</sup> M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, nr 34.

– doskonały rynek kapitałowy – na rynku akcji brak jest dostatecznie dużych inwestorów, aby mogli oni kształtować cenę akcji; wszyscy uczestnicy mają jednakowy i bezpłatny dostęp do informacji o obowiązujących cenach oraz o innych charakterystykach akcji; nie ma kosztów transakcji związanych z kupnem, sprzedażą i emisją akcji,

– doskonała pewność – inwestorzy są w pełni świadomi przyszłych perspektyw i działań przedsiębiorstwa oraz podejmują racjonalne decyzje.

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, by móc ten ustalony program inwestycyjny zrealizować. Dla wartości firmy dużo ważniejszy jest jednak przyjęty program inwestycji oraz ich efekty niż sposób podziału wyniku finansowego. Założenia i wnioski tej teorii mają sens, gdy firmy posiadają ustalony program inwestycji, a każdy z inwestorów osiąga na rynku taką samą stopę zwrotu (koszt kapitału jest stały).

Ogólnie teorie należące do grupy formułowanych w warunkach pełnej informacji podzielić można na:

1) podatkowe, zakładające, że inwestorzy wymagają wyższej stopy zwrotu z akcji firm wypłacających dywidendę w stosunku do firm niewypłacających dywidendy; podatki dochodowe od dywidend powodują bowiem, że płatności dywidendowe muszą być wyższe, żeby uzyskać tę samą stopę zwrotu.<sup>9</sup>

2) klienteli, zakładające, że ze względu na płacone podatki od dywidend inwestorzy będą tworzyć określone grupy z określonymi preferencjami co do wysokości wypłat dywidend; różne rozwiązania podatkowe stosowane w stosunku do różnych grup inwestorów (inwestorzy instytucjonalni, osoby fizyczne) skutkują podziałem inwestorów na klientelę podatkową dywidend.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> M. H. Miller, M. S. Scholes, *Dividend and Taxes*, „Journal of Financial Economics” 1978, no 6. Model sformułowany przez Farrar i Sewlyn zakłada, że inwestorzy, uwzględniając konieczność płacenia podatku dochodowego od dywidend, dążą do maksymalizowania dochodu po opodatkowaniu. Wnioski tego modelu prowadzą do stwierdzenia, że ze względu na zobowiązania podatkowe dywidendy w ogóle nie powinny być wypłacane. W zamian powinno być stosowane odkupienie akcji (*buy back*) w celu dystrybuowania dochodów firmy. D. E. Farrar, L. L. Sewlyn, *Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors*, „National Tax Journal” 1967, vol. 20. Powyższy sposób rozumowania jest jednak krytykowany przez Millera za niezgodny z racjonalnym zachowaniem. W jego opinii inwestorzy indywidualni mogą w ogóle powstrzymać się przed zakupem akcji spółek wypłacających dywidendę, żeby uniknąć płacenia zobowiązań podatkowych. Możliwe, w jego opinii, jest także rozwiązanie, w którym inwestorzy mogą kupować akcje firm wypłacających dywidendy i w konsekwencji otrzymywać dywidendy oraz płacić podatki i jednocześnie pożyczać środki na zakup papierów wartościowych wolnych od opodatkowania. M. H. Miller, *Behavior Rationality in Finance: the Case of Dividends*, „Journal of Business” 1986, vol. 59.

<sup>10</sup> M. H. Miller, F. Modigliani, *op. cit.*

Teorie podatkowe sugerują, że poziom dywidend wypłacanych przez firmy jest efektem kosztów podatkowych ponoszonych przez inwestorów. Jeśli konieczność zapłaty podatku z tytułu uzyskanej dywidendy wzrasta, to płatności dywidendowe będą się zmniejszać, podczas gdy zyski zatrzymane będą wzrastać. Różnice w poziomie płatności podatkowych (jeśli dochody inwestorów są opodatkowane wg progresywnej skali podatkowej) są minimalizowane przez segregację inwestorów w grupy klientów (efekt klienteli).<sup>11</sup> 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, zgodnie z którymi są zobowiązani płacić podatki.<sup>12</sup> Osoby płacące podatki według wyższej skali będą inwestować w akcje spółek wypłacających niskie dywidendy lub niewypłacających dywidend.<sup>13</sup>

Miller i Scholes zaprezentowali teorię, w jakiej jest możliwe pożyczanie przez akcjonariusza środków, od których odsetki (odliczane od dochodu przed opodatkowaniem) będą znajdować się w takiej relacji do dochodów dywidendowych (od jakich jest płacony podatek dochodowy), że dochód do opodatkowania spadnie do zera (a w efekcie płatności podatkowe zostaną zredukowane do zera).<sup>14</sup> Wzrost ryzyka związany z pożyczonymi środkami może być zredukowany przez zainwestowanie pożyczonej kwoty w inwestycje pozbawione ryzyka. Odsetkowa tarcza podatkowa może być zatem wykorzystana do zneutralizowania wpływu podatku dochodowego płaconego od dywidend na dochód z dywidendy bez zwiększania ryzyka (wynikającego z pozyskania zadłużenia). Koncepcja tarcz podatkowych w celu unikania płacenia podatku dochodowego od dywidend została rozwinięta przez DeAngelo i Masulis.<sup>15</sup>

<sup>11</sup> R. W. Masulis, B. Trueman, *Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1988, vol. 23.

<sup>12</sup> R. H. Litzenberger, K. Ramaswamy, *The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects*, „Journal of Finance” 1982, vol. 37.

<sup>13</sup> Sformułowane zostały nawet dynamiczne modele klienteli, które zakładają, że inwestorzy będą handlować akcjami wokół dnia wypłaty dywidendy. To znaczy, że akcjonariusze płacący wysokie podatki od dywidend będą sprzedawać akcje przed wypłatą dywidendy i kupować je ponownie po wypłacie dywidendy w celu uniknięcia konieczności zapłaty podatku od dywidendy. Por. F. Allen, R. Michaely, *Payout Policy*, prepared for North Holland Handbook of Economics, 2002.

<sup>14</sup> M. H. Miller, M. S. Scholes, *op. cit.*

<sup>15</sup> H. DeAngelo, R. W. Masulis, *Leverage and Dividend Irrelevancy under Corporate and Personal Taxation*, „Journal of Finance” 1980, vol. 35. Tok rozumowania zaprezentowany powyżej dotyczy bardzo zróżnicowanego systemu podatkowych rozwiązań amerykańskich, gdzie inne rozwiązania w zakresie płatności podatku od dywidend są stosowane wobec instytucji finansowych jako inwestorów, inne dotyczą przedsiębiorstw produkcyjnych jako inwestorów, inne jeszcze dotyczą osób fizycznych (gospodarstw domowych). Podkreślić jednak należy, że w 2003 r.

TEORIE FORMUŁOWANE W WARUNKACH ASYMETRII INFORMACYJNEJ  
Asymmetry information theories

Do grupy teorii polityki dywidend formułowanych w warunkach niepełnej informacji (asymetrii informacyjnej) zaliczyć można teorie sygnalizacji, teorie kosztów agencji oraz dodatkowo hipotezę Free Cash Flow.

Teorie te opierają się na różnicy w wiedzy na temat sytuacji przedsiębiorstwa, jaka występuje między inwestorami a menedżerami. Przyczyn tej różnicy w wiedzy, jak i w dostępie do informacji na temat aktualnej i przewidywanej sytuacji podmiotu upatrywać należy w rozdzieleniu własności od zarządzania oraz zmniejszeniu znaczenia właścicieli w procesie zarządzania przedsiębiorstwem.

W teorii sygnalizacji, ze względu na tę różnicę, 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 rozwoju. Jako pierwszy wyjaśnienie polityki dywidend oparte na asymetrii informacyjnej sformułował Bhattacharya. Ze względu na fakt, że menedżerowie mają pełniejsze informacje o sytuacji spółki, to swoją wiedzę sygnalizują rynkowi przez decyzje dotyczące poziomu dywidend. Bhattacharya odnosi się jednak tylko do jednego kierunku spostrzeżeń: im lepsza sytuacja spółki, tym wyższe dywidendy.<sup>16</sup>

Miller i Rock uważają, że jakiegokolwiek działania zarząd podejmuje (lub nie), to przekłada się to na sygnał dla rynku kapitałowego. Twierdzą oni, że

---

Kongres Amerykański zrównał stopę opodatkowania zysków kapitałowych i dywidend (według 15% stopy). M. Dong, C. Robinson, C. Veld, *Why Individual Investors Want Dividends*, 2004, [www.ssrn.com/workingpaper](http://www.ssrn.com/workingpaper) oraz M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 148. Również w Polsce obecnie opodatkowanie dywidend i zysków kapitałowych jest dokonywane według tej samej stopy podatkowej wynoszącej 19%. Podatek dochodowy płacony od dywidend oraz zysków kapitałowych jest podatkiem o charakterze ryczałtu, tzn. że dochodu pochodzącego z dywidend nie łączy się z pozostałymi dochodami.

<sup>16</sup> 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. Dla odróżnienia od badań dotyczących zależności między poprawianiem sytuacji firmy a zwiększaniem wypłat dywidend, Heinkel w swoich badaniach rozważa sytuację, w której różne firmy mają zróżnicowane możliwości generowania stopy zwrotu. Ta informacja jest przekazywana rynkowi przy zastosowaniu dywidend (lub przez decyzje dotyczące poziomu inwestowania). W modelu Heinkela firmy o niższej produktywności podejmują decyzje inwestycyjne i nie wypłacają dywidend, podczas gdy firmy o wyższej efektywności inwestują mniej i różnicę gotówki (między posiadanymi zasobami a zainwestowanymi środkami) przeznaczają na wypłatę dywidendy. Firmy o wyższej produktywności zachowują się w taki sposób (tzn. decydują się na wypłatę dywidend), żeby odróżnić siebie od firm o niższej dochodowości. R. I. Heinkel, *Essays on Financial Markets with Asymmetric Information*, 1978, PhD dissertation, University of California, Berkeley.



sygnały mają więcej wiarygodności niż słowo mówione lub publicznie dostępne informacje. Z ich badań wynika, że zwiększanie dywidend jest postrzegane jako pozytywny sygnał, komunikujący inwestorom, że firma ma silną przyszłość i może pozwolić sobie na zwiększenie wydatków pieniężnych.<sup>17</sup> Autorzy teorii uważają, że asymetria informacji między firmą a zewnętrznymi akcjonariuszami wskazuje na dużą rolę sygnalizacyjną dywidend.

Brennan i Thakor koncentrują się na wielkościach gotówki dystrybuowanej do inwestorów (a więc dywidend gotówkowych i wykupu akcji). Rozróżniają też dwie klasy inwestorów – dobrze poinformowanych i niedoinformowanych oraz analizują ich zachowania w przypadku wypłaty dywidendy gotówkowej oraz odkupu akcji.<sup>18</sup> Zwracają także uwagę, że wykup akcji jest sygnałem świadczącym, że ceny akcji są niedowartościowane (w przeciwieństwie do emisji akcji, która zgodnie z założeniami teorii *pecking order theory* ma miejsce, gdy akcje są przewartościowane).<sup>19</sup>

Rozdzielenie własności od zarządzania oraz zmniejszenie znaczenia właścicieli spowodowało ujawnienie, oprócz różnic w wiedzy i w dostępie do informacji na temat sytuacji przedsiębiorstwa, także różnic w interesach właścicieli i zarządzających. Wprawdzie interesy zarówno zarządzających, jak i właścicieli wiążą się z sytuacją przedsiębiorstwa, jednak stawiane przez nich cele różnią się. Wskazuje się, na przykład, że menedżerowie dążą do: zapewnienia sobie pewności zatrudnienia w długim okresie, zadowalających dochodów, prestiżu płynącego z posiadanego stanowiska. Właściciele natomiast oczekują wysokiej rentowności zaangażowanego kapitału przejawiającej się we wzroście wartości udziałów oraz wysokości dywidend.<sup>20</sup>

Wskazane różnice interesów menedżerów i właścicieli składają się na tzw. problem agencji.<sup>21</sup> Problemy agencji pojawiają się w związku z faktem, że

<sup>17</sup> M. Miller, K. Rock, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, „The Journal of Finance” 1985, vol. 40.

<sup>18</sup> M. J. Brennan, A. V. Thakor, *Shareholder Preferences and Dividend Policy*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45.

<sup>19</sup> D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 39 oraz D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen, *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*, „The Journal of Finance” 2000, vol. 55.

<sup>20</sup> Por. P. Urbaneck, *Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, pod red. S. Rudolf, PWN, Warszawa 1999, s. 134–135.

<sup>21</sup> Problematyce agencji w kontekście monitorowania i kontroli decyzji i działalności spółek jest poświęcona bogata literatura dotycząca nadzoru właścicielskiego, w tym m.in. M. Jerzemska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 12–14, *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, PWN, Warszawa 1999; S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbaneck, *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2002, a źródłem analiz teorii i kosztów agencji są opracowania E. F. Fama, M. H. Miller,

rozdzielenie funkcji właściciela i zarządzającego wymaga scedowania uprawnień decyzyjnych na menedżera. Prowadzi to do wystąpienia konfliktu interesów i celów zleceniodawcy i agenta, i w konsekwencji do konieczności monitorowania i nadzoru zachowań menedżerów przez właścicieli. Aby częściowo złagodzić skutki tego konfliktu, właściciele dążą do uzyskania możliwości wpływu na decyzje podejmowane przez menedżerów.<sup>22</sup> Właściciele chcą mieć pewność, że polityka zarządu pozwoli na generowanie wartości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń właścicieli i wierzycieli.

Easterbrook zauważa, że również 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 finansowanie.<sup>23</sup> W procesie pozyskiwania nowych kapitałów i przyciągania nowych akcjonariuszy firmy poddają się kontroli i dyscyplinie tych rynków. Zarządzający muszą więc uwzględnić w swoich działaniach ograniczenia wynikające z potrzeby podporządkowania się wymogom rynku kapitałowego i instytucji funkcjonujących na tym rynku.

Koszty agencji można również rozpatrywać w kontekście problemów wynikających z wolnych przepływów pieniężnych. Dotyczą one sytuacji, w której zarządzający firmą będą woleli przeznaczyć nadwyżki pieniężne na finansowanie dodatkowych projektów inwestycyjnych, nawet jeśli charakteryzują się one ujemnymi NPV, ale prowadzą do zwiększenia wielkości przedsiębiorstwa. Zarządzający mają bowiem tendencję do zwiększania wielkości firmy, gdyż poszerza to zakres ich władzy i umacnia ich pozycję, niekoniecznie przynosząc korzyści właścicielom.<sup>24</sup>

---

*The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York 1972; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3; S. C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, vol. 5.

<sup>22</sup> System mechanizmów (procesów i rozwiązań instytucjonalnych), które umożliwiają udziałowcom spółki nadzór nad zarządzaniem ich własnością, można opisać między innymi w następujących kategoriach motywowania i kontroli menedżerów przez istnienie i działanie rad nadzorczych, mechanizmów udziałowych (spowodowanie, by zarządzający byli jednocześnie posiadaczami akcji, co ma wpłynąć na większe związanie interesów udziałowca i zarządzającego), mechanizmów zadłużeniowych (zwiększenie zadłużenia ma spowodować wyężenie wysiłku zarządzających do efektywniejszego działania, w kierunku generowania nadwyżki pozwalającej na realizowanie stałych płatności związanych z obsługą zadłużenia) – szerzej na ten temat Cz. Męjski, *Kontrakty menedżerskie jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, pod red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002, s. 56 i 65.

<sup>23</sup> F. H. Easterbrook, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, „American Economic Review” 1984, vol. 74.

<sup>24</sup> M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*,



W hipotezie *free cash flow* dywidendy zmniejszają poziom funduszków dostępnych menedżerom do ich swobodnej dyspozycji, a przez to zmniejszają problem potencjalnego przeinwestowania, ponieważ redukuje ilość dostępnej gotówki. Wyплаты dywidend powodują więc, że menedżerowie winni stać się bardziej zaangażowani w jak najlepsze wykorzystywanie posiadanych zasobów oraz inwestowanie wyłącznie w atrakcyjne projekty (o dodatnim NPV).

TEORIE WYKORZYSTUJĄCE PODEJŚCIE BEHAWIORALNE  
Behavioral approach to explaining dividend policy

Od ponad 30 lat menedżerowie wierzą, że wypłacają dywidendy, ponieważ inwestorzy oczekują tego. Poznanie przyczyn, dla których inwestorzy cenią dywidendy, może stać się kluczowym czynnikiem do sformułowania polityki dywidend. Menedżerowie wierzą, że dywidendy są niezbędne, żeby utrzymać lub przyciągnąć nowych inwestorów, co pozwala jednocześnie oddziaływać na cenę (przez zachowania inwestycyjne inwestorów). Wydaje się więc, że w świetle wieloletnich badań teoretycznych nad sformułowaniem teorii dywidendowej oraz badań empirycznych nad weryfikacją powstających wielu teorii polityki dywidend, zasadnym kierunkiem badań staje się uwzględnienie czynników behawioralnych i socjoekonomicznych w podejściu do decyzji i zachowań zarządzających i inwestorów. Zachowanie inwestora jest określane przez normy i nastawienie społeczne. Niestety, te motywacje są ignorowane przez teorie finansowe, głównie z uwagi na trudności wprowadzenia zachowania inwestora do tradycyjnych teorii wyceny.

Podejście behawioralne w finansach wykorzystuje kombinację finansów i psychologii do wyjaśniania sposobu i przesłanek podejmowania decyzji finansowych. W przeciwieństwie do dotychczas omówionych teorii, które podkreślają racjonalność uczestników rynku finansowego, finanse behawioralne uwzględniają możliwość wyjaśnienia występujących nieracjonalnych zachowań oraz anomalii na rynkach finansowych. W teorii finansów behawioralnych są wykorzystywane między innymi następujące koncepcje: niespójne podejście do ryzyka, nadmierna pewność, zachowanie nastawione na potwierdzenie swoich przekonań, optymizm, poszukiwanie podobieństw.<sup>25</sup>

„American Economic Review” (May) 1986, vol. 76, nr 2. Wprawdzie Jensen w swoim opracowaniu nie odnosi się do wypłat dywidend, jednak jego przemyślenia powszechnie wykorzystuje się do opisu hipotezy cash flow na potrzeby wyjaśnienia polityki dywidend.

<sup>25</sup> Rozwój badań nad behawioralnymi aspektami finansów został zapoczątkowany pracą Tversky’ego i Kahnemana w 1979 r., dotyczącą opisowej teorii wyboru w warunkach niepewności (A. Tversky, D. Kahneman, *Prospect Theory: an Analysis of Decision Making under Risk*, „Econometrica” 1979). Warto tu wspomnieć również o teorii samokontroli Thaler’a i Shefrina

Specyfiką teorii z poprzednich grup jest wykorzystywanie logiki *homo economicus* i racjonalnego podejścia zarówno inwestorów jak i menedżerów. Również cechą wspólną dla dotychczas scharakteryzowanych teorii jest to, że empirycznie żaden nie został zweryfikowany w sposób potwierdzający którąkolwiek hipotezę.<sup>26</sup> Chociaż żadna z tych teorii nie została zweryfikowana empirycznie w sposób jednoznacznie potwierdzający założenia, nie oznacza to, że teoria polityki dywidend nie istnieje. Wydaje się więc zasadne znalezienie takiej alternatywy dla dotychczasowych teorii, która będzie badać postrzeganie dywidend przez tych, których te dywidendy dotyczą – inwestorów i menedżerów.

W ramach badań nad teoriami polityki dywidend w ostatnich latach sformułowano kilka godnych uwagi koncepcji opartych na wykorzystaniu finansów behawioralnych. Jedną z nich to koncepcja opracowana przez Feldsteina i Greena.<sup>27</sup> Stwierdzili oni, że wypłaty dywidend dominują w strukturze podziału wyniku finansowego nad zyskami zatrzymanymi. Uważali, że sytuację tę można wyjaśnić na pięć sposobów, a jednym z nich jest fakt, że akcjonariusze wykorzystują dywidendy do finansowania konsumpcji. Pomimo że konsumpcja też może być finansowana przez sprzedaż akcji, a dochody dywidendowe wiążą się z koniecznością zapłaty podatku dochodowego, to ze względu na koszty transakcyjne, które są ponoszone przy okazji sprzedaży/zakupu papierów wartościowych, jest preferowana konsumpcja dochodu (dywidend), a nie kapitału (zasobu posiadanych akcji).<sup>28</sup> A zatem polityka dywidend jest konsekwencją potrzeb konsumpcyjnych inwestorów. Zobowiązania podatkowe z płatności dywidend są mniejsze niż koszty transakcyjne sprzedaży akcji.

Inną koncepcję wyjaśnienia polityki dywidend opracowali Shefrin i Statman.<sup>29</sup> Wyjaśniają preferencje dywidendowe inwestorów, używając teorii samokontroli Thalera i Shefrina<sup>30</sup> i opisową teorię wyboru w warunkach niepewności

z 1981 (R. H. Thaler, H. M. Shefrin, *An Economic Theory of Self Control*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1981, vol. 1).

<sup>26</sup> Przeglądu badań w zakresie testowania finansowych modeli polityki dywidend dokonali G. M. Frankfurter, B. G. Wood Jr., *op. cit.*

<sup>27</sup> M. S. Feldstein, J. Green, *Why do Companies Pay Dividends?*, „American Economic Review” 1983, vol. 73.

<sup>28</sup> Pozostałe cztery przyczyny to: 1) wartość rynkowa zatrzymanych zysków jest mniejsza niż wartość rynkowa dywidend, 2) płatność dywidend jest zgodna ze stabilnym wzrostem firmy i optymalną relacją debt/equity w przedsiębiorstwie, 3) płatności dywidend są produktem ubocznym rozdzielania własności i zarządzania, płatności dywidend pomagają zmniejszyć koszty agencji powstające w wyniku rozdzielania zarządzania i własności i są wykorzystywane do działań sygnalizacyjnych, 4) wypłacanie dywidendy pozwala zmniejszyć zasoby gotówki i zmniejszyć atrakcyjność przedsiębiorstwa na potencjalne przejęcia. M. S. Feldstein, J. Green, *op. cit.*

<sup>29</sup> H. M. Shefrin, M. S. Statman, *Explaining Investor Preference for Cash Dividends*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13.

<sup>30</sup> R. H. Thaler, H. M. Shefrin, *An Economic Theory of Self Control*, „Journal of Political Economy” 1981, vol. 89.

Kahnemana i Tversky'ego.<sup>31</sup> Zgodnie z tymi teoriami, inwestorowi nie jest obojętne, czy dochody firmy są transferowane w postaci dywidend czy też w postaci zysków kapitałowych. Teorie te wyjaśniają, dlaczego inwestorzy preferują dywidendy.

Teoria samokontroli Thaler'a i Shefrina wyrasta z założenia posiadania przez człowieka dwóch zestawów preferencji, które pozostają wobec siebie w konflikcie (typu: „zjeść ciastko i mieć ciastko”). Samokontrola jest wewnętrznym konfliktem, który w przedsiębiorstwie przypomina konflikt między właścicielem i zarządzającym oraz między pracodawcą i pracownikiem. W swojej teorii autorzy definiują planistę (właściciela, pracodawcę), patrzącego długoterminowo i gotowego zrezygnować z bieżącej konsumpcji, i wykonawcę (zarządzającego, pracownika), który patrzy krótkoterminowo i gotowy jest nawet pożyczyć środki na bieżącą konsumpcję.<sup>32</sup>

Kahneman i Tversky stwierdzają, że sprzedaż akcji zwiększa bardziej żal inwestora niż wydanie gotówki otrzymanej z dywidendy. Późniejszy wzrost cen akcji, które zostały już sprzedane na potrzeby zwiększenia dochodu i konsumpcji, powoduje wzrost żalu inwestora. W tej teorii dywidendy i zyski kapitałowe również nie są doskonałymi substytutami. Niechęć inwestora do odczuwania żalu może powodować preferencje na rzecz dochodów z tytułu dywidendy.<sup>33</sup>

Shefrin i Statman zasugerowali, że posiadając dochody otrzymywane w postaci dywidend, ludzie unikają podjęcia decyzji, jak dużo konsumować, wielkość konsumpcji jest bowiem wyznaczana automatycznie przez poziom uzyskanych dochodów z dywidend. W przypadku rozważania sprzedaży akcji, inwestor byłby zobowiązany do podjęcia decyzji o: przewidywanym poziomie potrzeb i celów konsumpcyjnych, liczbie sprzedawanych akcji, oczekiwanej cenie sprzedaży.<sup>34</sup>

<sup>31</sup> D. Kahneman, A. Tversky, *The Psychology of Preferences*, „Scientific American” 1982, vol. 246.

<sup>32</sup> Wyodrębniane są dwa rodzaje zachowań w ramach samokontroli: zmiana bodźców motywacji wykonawcy i zmiana możliwości. Działania w obszarze zmiany bodźców motywacji działań wykonawcy dotyczą: 1) działań bezpośrednich, czyli na przykład przez oszczędzanie dla samego oszczędzania, 2) przez program liczenia wydatków (tak jak liczenie kalorii przez odchudzającego się) i 3) przez stwarzanie nieprzyjemnych sytuacji (np. alkoholicy biorą określone leki, które powodują, że po wypiciu alkoholu osoby te chorują, akademicy zgłaszają referaty do wygłoszenia na konferencję, żeby mieć motywację do napisania tych referatów). Do metod zmiany możliwości zaliczyć można sytuacje unikania narażenia się na wystąpienia danej sytuacji, która stanowiłaby pokusę podjęcia określonych działań, np. osoby odchudzające się starają się nie trzymać ciastek w lodówce, hazardziści omijają Las Vegas. Te same mechanizmy są wykorzystywane w firmach. Por. R. H. Thaler, H. M. Shefrin, *op. cit.*

<sup>33</sup> D. Kahneman, A. Tversky, *The Psychology of Preferences*

<sup>34</sup> H. M. Shefrin, M. S. Statman, *op. cit.*

Na podstawie opisanej przez Thalera i Shefrina teorii samokontroli stwierdzono, że firmy wypłacają dywidendy, żeby gotówka pozostająca w firmie nie stanowiła pokusy do jej wydatkowania na cele konsumpcyjne. Z punktu widzenia inwestorów dywidenda nie jest doskonałym substytutem dla zysków kapitałowych. Wypłacane dywidendy są bardziej doceniane przez inwestorów niż zyski kapitałowe, ponieważ zapewniają automatyczną kontrolę poziomu wydatków konsumpcyjnych. Sprzedaż akcji generuje większe dochody i daje więcej pokus wydatkowania tych środków na konsumpcję. Z tego względu dywidendy są ważniejsze, a świadomość możliwości sprzedaży akcji w przyszłości pozwala oddalić gratyfikację (konsumpcję).

#### PODSUMOWANIE

##### Conclusion

Celem artykułu był przegląd 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.

W literaturze przedmiotu występują różne klasyfikacje teoretycznych ujęć polityki dywidend. Teorie polityki dywidend najczęściej klasyfikuje się według ich wpływu na kursy akcji. Wydaje się jednak, że przyjęcie takiej klasyfikacji i prezentacja w jej ramach tylko trzech modeli nie wyczerpuje wszystkich aspektów oddziaływania dywidend. Dotyczy to szczególnie tych teorii, które nie badają związku między dywidendami a wartością akcji. Ograniczenie się do prezentowania tylko trzech modeli teorii polityki dywidend nie wyczerpuje bogactwa zagadnień związanych z tą jedną z najważniejszych zagadnień finansów przedsiębiorstw.

W niniejszym opracowaniu zaprezentowano wybrane teorie formułowane w warunkach pełnej informacji, z uwzględnieniem asymetrii informacyjnej, oraz wykorzystujące podejście charakterystyczne dla finansów behawioralnych. Przy zastosowaniu takiego podziału stało się możliwe zaprezentowanie szerszej gamy teorii polityki dywidend.

#### SUMMARY

This paper surveys the literature on dividend policy. 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.

---

Corporate dividend policy theories are currently divided as to their prediction of the dividend payment's effect on share price. Generally, three schools of thought have emerged. One fraction sees dividends as attractive and as positive influence on stock price. A second bloc believes that stock prices are negatively correlated with dividend payout levels. The third group of theories maintains that firm dividend policy is irrelevant in stock price valuation.

Theories of corporate dividend policy better separate into a different taxonomy than currently used. In this taxonomy, theories are segregated into theories formulated with full information, theories with information asymmetries and theories using behavioral principles.