

Bartłomiej Jabłoński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

DETERMINANTY POLITYKI DYWIDEND

Wprowadzenie

Pomimo szerokiego zakresu prowadzonych badań¹, liczby użytych czynników mających wpływ na politykę dywidend, odmiennej specyfiki uwarunkowań prawnych i podatkowych poszczególnych krajów oraz preferencji inwestorów co do ich wypłat, nie udało się jednoznacznie rozwiązać kontrowersji wokół tej polityki. Próby modelowego powiązania polityki dywidend ze skupem akcji, szereg hipotez i teorii dotyczących niej oraz istnienie różnych szkół wykluczających się już z samych założeń, a wyjaśniających wpływ wypłaty dywidend na wartość spółki, ukazują wieloaspektowość omawianego zagadnienia.

Dzięki badaniom prowadzonym nad polityką dywidend zarówno na rynkach rozwiniętych, jak również wschodzących uwidacznia się różnorodność czynników ją determinujących. Autorzy badań uwzględniają w analizach nie tylko czynniki mikroekonomiczne, ale również makroekonomiczne, które mają istotny wpływ nie tylko na politykę dywidend, ale również funkcjonowanie przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej. W prowadzonych badaniach uwidacznia się również trzecia grupa czynników mających wpływ na decyzje o wypłatach dywidend. Są to czynniki związane z psychologią i reakcją inwestorów na wszelkie decyzje o rozpoczęciu wypłaty dywidend, jej zmianach lub zaprzestaniu wypłat. Zaliczyć do nich można m.in. nastroje gospodarcze panujące wśród przedsiębiorców, które w istotny sposób przekładają się nie tylko na decyzje odnośnie do podziału wygenerowanego zysku, ale również jego dalsze zaangażowanie.

Celem artykułu jest analiza czynników mikro- i makroekonomicznych uważanych za determinanty polityki dywidend spółek kapitałowych opisywanych szeroko w literaturze krajowej oraz zagranicznej².

Tylko w ostatnim dziesięcioleciu autorzy badań nad czynnikami mającymi wpływ na decyzje o wypłatach dywidend zaproponowali aż 85 różnych zmiennych³.

¹ Badań przeprowadzonych m.in. przez autorów publikacji wskazanych w artykule.

² Wyniki studiów literatury zostaną przedstawione i omówione w dalszej części artykułu.

³ M. Kowerski: Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne. Konsorcjum Akademickie Wydawnictwo WSE w Krakowie, WSiZ w Rzeszowie i WSZiA w Zamościu, Kraków-Rzeszów-Zamość 2011, s. 12.

Można do nich zaliczyć m.in. cykl życia przedsiębiorstwa, dostępne projekty inwestycyjne, wielkość przepływów środków pieniężnych, dostępność gotówki, stabilność zysków, potrzebę zachowania kontroli nad podmiotem, awersję zarządu do zwiększania zadłużenia, ograniczenia wynikające z tytułu emisji akcji uprzywilejowanych oraz wyemitowanych obligacji, rentowność kapitału własnego, relację rentowności kapitału zainwestowanego w stosunku do średniego ważonego kosztu kapitału, strukturę kapitału, planowany skup akcji⁴, preferencje inwestorów co do otrzymywanych dywidend, sytuację gospodarczą kraju, dynamikę produktu krajowego brutto, inwestycji czy też eksportu i importu, system prawny oraz ograniczenia prawne i z nimi związana tzw. zasada nie naruszalności kapitału, inflację oraz relację opodatkowania dywidend do opodatkowania zysków kapitałowych.

Wyniki studiów literatury pozwalają jednak zwrócić uwagę na fakt, że nie wszystkie czynniki mają istotny wpływ na decyzje o wypłatach dywidend.

1. Mikro- i makroekonomiczne determinanty polityki dywidend

Polityka dywidend jest ściśle związana z cyklem życia przedsiębiorstwa. Etap rozwoju przedsiębiorstwa determinuje zapotrzebowanie na gotówkę oraz dodatkowe zewnętrzne finansowanie. Przekłada się to tym samym na możliwości rozwojowe podmiotu i co się z tym wiąże, politykę dywidend. Każda z faz cyklu życia przedsiębiorstwa⁵ charakteryzuje się odmiennymi: zapotrzebowaniem na finansowanie, możliwościami rozwojowymi, ryzykiem operacyjnym czy też finansowym. Ma to również swoje odzwierciedlenie w polityce dywidend. Modelowe ujęcie cyklu życia przedsiębiorstwa wskazuje na możliwość wypłaty dywidendy już w fazie wzrostu. Są one jednak niskie z racji dużego zapotrzebowania przedsiębiorstwa na kapitał niezbędny do jego rozwoju. Dopiero dojrzała faza przedsiębiorstwa umożliwia wypłacanie znaczących dywidend bez negatywnego wpływu na realizowane projekty inwestycyjne, czy też zachowanie płynności finansowej⁶. Warto dodać, że czwarta faza jest uzależniona od tego, czy przedsiębiorstwo podejmuje kroki w kierunku zdobywania nowych rynków, unowocześnienia dotychczasowych produktów lub usług. Takie działanie jest często określane mianem restrukturyzacji rozwojowej. Wypłacanie przez przedsiębiorstwa zbyt wysokich dywidend może spowodować niemożność reali-

⁴ Niekoniecznie celem umorzenia.

⁵ Poszczególne fazy cyklu życia przedsiębiorstwa są określane jako rozwój, wzrost, ekspansja, dojrzałość lub spadek.

⁶ Zob. L. Bulan, N. Subramanian: *The Firm Life Cycle Theory of Dividends*. 2009, http://people.brandeis.edu/~lbulan/Book_Chapter.pdf (1.09.2012).

zowania kluczowych projektów inwestycyjnych, a to z kolei – doprowadzić do bankructwa podmiotu⁷. Finansowanie projektów inwestycyjnych środkami pozyskanymi z nowej emisji przy jednoczesnej wypłacie dywidendy jest możliwe w sytuacji, kiedy stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROC lub ROIC) przewyższa średni ważony koszt kapitału (WACC).

Kolejnym czynnikiem mającym ścisłe powiązanie z rynkowym wzrostem wartości przedsiębiorstwa jest rentowność kapitału własnego ROE. Zysk będący jednym z elementów tej miary może być przez podmiot w krótkim okresie odpowiednio kształtowany. Jeśli zarząd przedsiębiorstwa planuje poprawić wizerunek podmiotu celem uplasowania nowej emisji akcji lub zwiększenia szans na zaciągnięcie kredytu, może podjąć działania zmierzające do stworzenia tendencyjnego pozytywnego obrazu podmiotu⁸. Jednak zbyt pozytywny obraz podmiotu w oczach inwestorów może spowodować wzrost oczekiwań co do wypłaty wyższych dywidend. Jeśli podmiot realizuje projekty inwestycyjne, to w pierwszej kolejności finansuje je z wypracowanych zysków⁹. Dlatego też przedsiębiorstwa realizujące rentowne projekty inwestycyjne starają się ograniczać wypłaty dywidend na rzecz rozwoju i wzrostu wartości podmiotu. Przeprowadzone badania przez E.F. Fama i K.R. French potwierdzają, że wypłaty dywidend zależą m.in. od rentowności spółki, jak również od zysków zatrzymanych¹⁰. Szczególne znaczenie dla wypłaty dywidend ma akumulacja w przedsiębiorstwie wypracowanych w poprzednich okresach zysków. Spółka, która posiada opracowaną politykę dywidend i ją konsekwentnie przestrzega, w okresach mniejszych zysków, strat lub wzrostu zapotrzebowania na finansowanie inwestycji, może wypłacić dywidendy z zysków zakumulowanych w poprzednich okresach. Co prawda będzie ona niższa, ale zachowana będzie systematyka wypłat dywidend. Ma to szczególne znaczenie, kiedy spółka jest mniej dojrzała, co wynika z przeprowadzonych badań przez H. DeAngelo, L. DeAngelo oraz R.M. Stulza¹¹. Warto jednak dodać, że zyski zatrzymane powinny być przeznaczone głównie na tworzenie przyszłej wartości dla akcjonariuszy.

⁷ Zob. P.J. Szczepankowski: *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1999, s. 122 i n.

⁸ Zob. M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 31 i n.

⁹ Mówi o tym teoria hierarchii źródeł finansowania. Zob. L. Bulan, Y. Zhipeng: *The Pecking Order of Financing in the Firm's Life Cycle*. 2007, <http://69.175.2.130/~finman/Orlando/Papers/ThePeckingOrderofFinancingintheFirmsLifeCyclen2n.pdf> (30.08.2012).

¹⁰ E.F. Fama, K.R. French: *Disappearing Dividends. Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* "Journal of Financial Economics" 2001, Vol. 60, s. 3-43.

¹¹ Zob. H. DeAngelo, L. DeAngelo, R.M. Stulz: *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory*. "Journal of Financial Economics" 2006, Vol. 81, s. 227-254, <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/faculty/stulz/publishedpapers/Dividend%20policy%20and%20the%20earned%20contributed%20capital.pdf> (29.08.2012).

Polityka dywidend przekłada się również na strukturę i koszt kapitału, który jest dla inwestorów minimalną stopą zwrotu, jaką oczekują inwestując w akcje danej spółki. Z kolei dla przedsiębiorstwa oznacza ona koszt, jaki musi ponieść korzystając z kapitału o danej strukturze. Wielkość wypłaconej dywidendy w relacji do zysku reinwestowanego wpływa na poziom kapitału zapasowego przedsiębiorstwa. Dlatego reinwestycja zysku, przy założeniu stałej wielkości zadłużenia, przekłada się na zwiększenie kapitału własnego, co skutkuje zwiększeniem tej kategorii w strukturze kapitałów całkowitych spółki. Efektem systematycznej wypłaty dywidend jest przywiązanie inwestorów do spółki i brak wyzbywania się akcji z portfeli oraz uczestnictwo w nowych emisjach akcji. Z kolei emisja akcji celem sfinansowania wypłaty dywidendy jest często uznawana za niewłaściwą, szczególnie w sytuacji, kiedy inwestorzy obejmujący taką emisję liczą na efektywne wykorzystanie przekazanych spółce środków. Powoduje to zwiększenie kosztu kapitału własnego spółki i znacząco wpływa na wartość przedsiębiorstwa¹². Zwiększenie udziału długu w finansowaniu podmiotu powinno działać w kierunku zmniejszenia wypłat dywidend, ponieważ wiąże się to z obowiązkiem jego obsługi. Zmniejsza to tym samym elastyczność podmiotu w zakresie gospodarowania wypracowanym zyskiem.

Innym czynnikiem wpływającym na politykę dywidend, a związanym z zyskowością podmiotu, jest dostępność gotówki i z nią związana również płynność finansowa przedsiębiorstwa określana jako zdolność spółki do bieżącego regulowania swoich zobowiązań. Zyski zakumulowane w przedsiębiorstwie nie decydują o jej stanie gotówki, dlatego też często spółki posiadające znaczący poziom zysków zakumulowanych z lat poprzednich, wypłacają dywidendy, pomimo że jej obecny stan gotówki na to nie pozwala. W takiej sytuacji spółki finansują często wypłatę dywidendy zaciągniętym długiem lub nową emisją akcji.

Czynnikiem powiązanim z dostępnością gotówki oraz możliwością wypłaty dywidendy są przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo. Tradycyjnie przyjmuje się, że polityka dywidend jest oparta na zysku wypracowanym przez przedsiębiorstwo. Jednak jak ukazują badania Chevron-Texaco Corporation z lat 1979-2001, wskaźniki wypłat oparte na przepływach pieniężnych były nie tylko bardziej stabilne w czasie, jak również charakteryzowały się większą korelacją z wypłacanymi dywidendami aniżeli te, które były liczone na podstawie zysku¹³.

Oznacza to tym samym, że w analizowanym przypadku przepływy środków pieniężnych w większym stopniu determinują możliwości wypłaty dywidend aniżeli zyski księgowe, które mogą pozostawać pod wpływem operacji księgowych.

¹² Zob. B. Jabłoński: Wpływ polityki wypłat dla akcjonariuszy na koszt kapitału i wartość przedsiębiorstwa w świetle obowiązujących teorii. W: Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 71-78.

¹³ E.F. Brigham, J.F. Houston: Podstawy zarządzania finansami. PWE, Warszawa 2005, s. 210-211.

Co więcej, z prowadzonych badań wynika, że nie tylko wielkość przepływów pieniężnych wpływa na politykę dywidend, ale również zmienność samych przepływów¹⁴. Spółki charakteryzujące się wysoką zmiennością przepływów pieniężnych powinny wypłacać niższe dywidendy. Wynika to z faktu, że wysoka zmienność, czyli niepewność co do przyszłych przepływów pieniężnych przekłada się na ryzyko wystąpienia problemów z płynnością. To z kolei powinno przełożyć się na zmniejszenie transferu środków pieniężnych poza spółkę na rzecz akumulacji kapitału po to, aby spółka nie musiała w przyszłości korzystać z finansowania zewnętrznego, które będzie droższe w sytuacji zachwiania lub utraty płynności.

Dlatego polityka dywidend oparta w głównej mierze na zysku księgowym jest niewłaściwym rozwiązaniem szczególnie w sytuacji, kiedy spółka charakteryzuje się wysoką zmiennością przepływów pieniężnych.

Istotnym czynnikiem determinującym możliwości wypłat dywidend przez podmioty są uwarunkowania prawne obowiązujące w danym państwie. Otoczenie prawne oraz forma prawna podmiotu determinują możliwości podziału wypracowanego zysku w tym znaczeniu, że ograniczają lub wręcz uniemożliwiają wypłatę dywidend podmiotom, które są niewypłacalne albo ograniczają możliwości wypłaty dywidend w sytuacji, kiedy wiązałoby się to ze zmniejszeniem kapitału podstawowego spółki. Zgodnie z kodeksem spółek handlowych¹⁵ kwoty przeznaczone do podziału pomiędzy akcjonariuszy nie mogą być większe od zysku z poprzedniego roku obrachunkowego, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego lub rezerwowego pomniejszonych o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które według ustawy lub statutu spółki, powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrachunkowy na kapitał zapasowy lub rezerwowy.

System prawny obowiązujący w danym kraju stanowi dla akcjonariuszy mniejszościowych skuteczne narzędzie respektowania ich praw, w tym związanych z wypłatą dywidend. Z przeprowadzonych badań¹⁶ wynika jednoznacznie, że w latach 1984-2006 w państwach, w których był stosowany system prawa zwyczajowego, przeciętna stopa wypłaty dywidend była wyższa od tych, w których obowiązywał system prawa stanowionego. Wyniki tych badań zostały po-

¹⁴ Zob. J.B. Chay, J. Suh: Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty. "Journal of Financial Economics", 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1153917 (3.09.2012).

¹⁵ Zob. art. 348 ustawy z dnia 15 września 2000 r. kodeksu spółek handlowych.

¹⁶ Zob. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny: Law and Finance. "Journal of Political Economy" 1998, Vol. 106, Iss. 6, s. 1113-1155; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny: Investor Protection and Corporate Governance. "Journal of Financial Economics" 2000, Vol. 58, Iss. 1-2, s. 3-27; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny: Agency Problems and Dividend Policy around the World. "The Journal of Finance" 2000, Vol. LV, No. 1, s. 1-33; P. Brockman, W. Unlu: Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt. "Journal of Financial Economics" 2009, Vol. 92, Iss. 2, s. 276-299, za: M. Kowerski: Op. cit., s. 54.

twierdzone również dla krajów wchodzących w skład Unii Europejskiej przed rokiem 2005. W okresie 2002-2006 według Henka von Eije oraz Williama Megginsona rozpoczęcie lub wznowienie wypłaty dywidend jest bardziej doceniane przez akcjonariuszy z państw, w których obowiązuje system prawa zwyczajowego aniżeli w tych, w których obowiązuje system prawa stanowionego¹⁷.

Wpływ polityki podatkowej na politykę dywidend jest szczególnie istotny w tych krajach, w których podatek od dywidendy jest inny od podatku od zysków kapitałowych. Należy przede wszystkim zwrócić uwagę na fakt, że w wielu krajach – w tym również w Polsce – dywidendy są opodatkowane podwójnie: najpierw na poziomie przedsiębiorstwa, a następnie na poziomie akcjonariusza (podatek dochodowy). System, w którym zyski spółek i dochody akcjonariuszy są opodatkowane niezależnie, jest nazywany systemem klasycznym. W innym przypadku, kiedy oba rodzaje dochodów są ze sobą powiązane, mówi się o integracji podatkowej. Jeśli dywidendy otrzymywane przez akcjonariuszy są wyżej opodatkowane od zysków kapitałowych, nie powinni być oni szczególnie zainteresowani otrzymywaniem dywidend, a zyski generowane przez podmiot powinny być w znaczącej części pozostawione i efektywnie reinwestowane.

Problem ten spowodował powstanie tzw. zagadki dywidendowej (*dividend puzzle*) – dlaczego spółki płacą dywidendy, skoro są one wyżej opodatkowane od zysków kapitałowych¹⁸. W sytuacji, kiedy dywidendy są opodatkowane wyżej od zysków kapitałowych, powoduje to zmniejszenie efektywności inwestycji w spółki, które dywidendy wypłacają. Dlatego też zmniejszenie wysokości podatków od dywidend powoduje zwiększenie stóp zwrotu z inwestycji w długim okresie¹⁹.

Uwzględniając preferencje podatkowe dla dywidend, można oszacować współczynnik preferencji podatkowych²⁰ dla dywidend, który oblicza się jako:

$$PD = \frac{1 - m}{1 - z}, \quad (1)$$

gdzie:

m – stopa opodatkowania dywidend,

z – stopa opodatkowania zysków kapitałowych.

¹⁷ Zob. H. von Eije, W. Megginson: Flexibility of Dividend Policies and Shareholders' Returns in the European Union, s. 14 i n, <http://ssrn.com/abstract=1342671> (21.08.2012).

¹⁸ Zob. F. Black: The Dividend Puzzle. "The Journal of Portfolio Management" Winter 1976, Vol. 2, No. 2, s. 5-8.

¹⁹ Problem ten został opisany w: R. Chetty, E. Saez: Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. "The Quarterly Journal of Economics" 2003, Vol. 120, Iss. 3, s. 791-833.

²⁰ Jest to jeden z modeli opisujący preferencje podatkowe i ich wpływ na politykę dywidend. Zob. M. Alzahrani, M. Lasfer: The Impact of Taxation on Dividends: A Cross-Country Analysis. 2009, s. 8, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343826 (8.09.2012).

W krajach, w których opodatkowanie dywidend jest równe opodatkowaniu zysków kapitałowym parametr PD przyjmuje wartości równe 1. Wynika z tego, że dla akcjonariusza inwestującego kapitał w systemie podatkowym, w którym obie stopy podatków są identyczne, z czysto matematycznego punktu widzenia będzie obojętne, czy uzyska dywidendę, czy też na takim samym poziomie zysk ze zbycia akcji. Badania przeprowadzone w 25 krajach w okresie 1980-2008 oraz w 24 państwach członkowskich OECD²¹ w latach 2000-2007 nad wpływem polityki podatkowej na politykę dywidend²² pozwalają zauważyć wśród badanych państw tendencje do preferowania klasycznego systemu opodatkowania oraz do zmniejszania się całkowitego opodatkowania dywidend. Dodatkowo w drodze przeprowadzonych badań ukazano, że przeciętne stopy dywidend oraz przeciętne stopy wypłat były niższe w tych krajach, w których obowiązywał klasyczny system opodatkowania.

Również w okresach wyższego oprocentowania dywidend od zysków kapitałowych spółki preferują skup akcji celem umorzenia na rzecz wypłaty dywidend.²³

Z badań przeprowadzonych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wynika, że jednym z czynników determinujących politykę dywidend jest również sytuacja gospodarcza kraju²⁴. Autor przedstawił wyniki badań, które przeprowadził w latach 1995-2009 wykorzystując logitowe modele zmian udziałów spółek płacących dywidendy. Wynika z nich, iż sytuacja gospodarcza kraju w roku poprzednim ma istotny wpływ na decyzje o wypłacie dywidendy w roku bazowym. W okresie dobrej koniunktury, zarządy spółek są optymistycznie nastawione co do przyszłości przez co chętniej wypłacają dywidendy i odwrotnie. Również spółki, które dotychczas nie wypłacały dywidend, w okresie poprawy koniunktury gospodarczej rozpoczynają jej wypłacanie. Ponadto zwiększenie prawdopodobieństwa wypłaty przez spółki dywidend następuje w sytuacji, kiedy rynek kapitałowy charakteryzuje się silnymi wzrostami. M. Kowerski zauważa również, że ewentualne wzrosty lub spadki indeksów mogą mieć większy wpływ na politykę dywidend, aniżeli zmiany koniunktury gospodarczej.

²¹ W tym m.in.: Australia, Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Japonia, Meksyk, Niemcy, Polska, Stany Zjednoczone, Szwecja, Szwajcaria i Włochy.

²² Zob. S. Kari, H. Karikallio, J. Pirttilä: *The Impact of Dividend Taxation on Dividends and Investment: New Evidence Based on a Natural Experiment*, 2009, s. 1-41, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1458882 (4.09.2012); M. Jacob, M. Jacob: *Taxation, Dividend and Share Repurchases: Taking Evidence Global*, 2010, s. 1-46. <http://www.nek.uu.se/Pdf/wp201010ucfs.pdf> (5.09.2012).

²³ W.J. Moser: *The Effect of Shareholder Taxes on Corporate Payout Choice*. "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 2007, Vol. 42, Iss. 4, s. 991-1019, <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=4205692> (4.09.2012).; M. Jacob, M. Jacob: *Op. cit.*, s. 1-46.

²⁴ Zob. M. Kowerski: *Op. cit.*, s. 125-134, 269 i n..

Takie spostrzeżenia z przeprowadzonych badań odnośnie do relacji polityki dywidend do zmian dynamiki WIG mogą wynikać z faktu, że rynek kapitałowy danego kraju jest uważany za barometr jego sytuacji ekonomicznej. Główne indeksy rozpoczynając wzrosty lub spadki, dyskontują od 6 do 9 miesięcy odpowiednio poprawę lub pogorszenie koniunktury gospodarczej. Stąd możliwe większe powiązanie polityki dywidend ze zmianami głównych indeksów, aniżeli zmianą koniunktury gospodarczej danego kraju.

Kolejnym czynnikiem mającym wpływ na politykę dywidend jest wysoki poziom inflacji. Podmioty funkcjonujące w warunkach wysokiej inflacji zmniejszają lub wręcz zaprzestają jej wypłaty na rzecz zwiększania majątku niezbędnego do kontynuowania działalności operacyjnej. Należy tutaj dodać, że w takiej sytuacji występowanie wysokiej inflacji znacząco przekłada się nie tylko na rosnące ceny maszyn i urządzeń, ale również na pozostałe elementy organizacji, w tym koszty zwiększania zapasów. Powoduje to niechęć do wyzbywania się środków pieniężnych na rzecz zachowania wartości kapitału w realnym majątku²⁵. Dlatego też stabilna polityka dywidend oznacza, że poziom wypłaty dywidend rośnie w stałym tempie przynajmniej na takim poziomie, jaki wynika z inflacji. Następuje wtedy indeksacja poziomu wypłaty dywidend o wskaźnik inflacji.

Problem utraty kontroli nad spółką przez dotychczasowych akcjonariuszy poprzez nową emisję akcji²⁶ celem pozyskania przez spółkę środków na wypłaty dywidend jest tym czynnikiem, który konsekwentnie w historii rynków kapitałowych konfliktuje akcjonariuszy. Właściciele spółki, chcąc utrzymać nad nią dotychczasową kontrolę, jednocześnie nie godząc się na nową emisję akcji, determinują tym samym swoimi decyzjami możliwości finansowania rozwoju podmiotu, co z kolei wpływa na zmniejszenie możliwości wypłaty dywidend, ponieważ rozwój przedsiębiorstwa i realizacja projektów inwestycyjnych są nadrzędne w stosunku do polityki dywidend.

W literaturze zwrócono również uwagę na powiązanie polityki dywidend z nastrojami gospodarczymi, które są zaliczane do czynników psychologicznych²⁷. Nastroje wśród przedsiębiorców są mierzone za pomocą syntetycznych wskaźników obliczanych przez np. Komisję Europejską lub Instytut Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej. Z przeprowadzonych badań wynika, że im lepsze panowały nastroje gospodarcze w czerwcu danego roku, tym wyższe były dywidendy w tym samym roku.

²⁵ Zob. M. Skousen: *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*. Fijorr Publishing, Warszawa 2011; H. Hazlitt: *Inflacja, wróg publiczny nr 1*. Fijorr Publishing, Warszawa 2007.

²⁶ Sytuacja taka występuje w przypadku, kiedy dotychczasowi akcjonariusze nie obejmują akcji z nowej emisji.

²⁷ Zob. M. Kowerski: *Op. cit.*, s. 300 i n.

Wnioski płynące z tych badań można określić jako zaskakujące i kontrowersyjne. Nastroje gospodarcze przedsiębiorców mające wpływ na ich decyzje w roku bazowym przełożą się na wyniki podmiotów w przyszłości. Z kolei decyzje dotyczące polityki dywidend w roku bazowym powinny uwzględniać tak wyniki finansowe za lata poprzednie, jak również możliwe wyniki osiągane przez spółki w przyszłości. Czynniki psychologiczne mogą w takim razie spowodować pułapkę wypłaty zbyt wysokiej dywidendy na fali optymizmu, który jest oderwany od rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstwa (np. wyniki finansowe z lat poprzednich jako zakumulowane zyski w relacji do kapitałów własnych, rentowność, płynność czy też poziom zadłużenia), a jedynie bazuje na oczekiwaniach co do przyszłości.

Innym czynnikiem mającym wpływ na kształtowanie polityki dywidend są preferencje akcjonariuszy co do wypłaty dywidend. W szczególności inwestorzy posiadający znaczące pakiety akcji mogą proponować na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy zmiany wielkości planowanej do wypłaty dywidendy. W sytuacji kiedy akcjonariusze preferują bieżący dochód z akcji, będą zainteresowani takimi spółkami, które wypłacą w bliższej przyszłości wysokie dywidendy. Z kolei ci inwestorzy, którzy zwracają uwagę na wzrost wartości spółki, mogą zrezygnować z bieżących dochodów z tytułu posiadania akcji na rzecz przyszłych, wyższych przepływów uzyskiwanych dopiero po zrealizowaniu przez przedsiębiorstwo niezbędnych inwestycji. Dlatego spółki, chcąc utrzymać w miarę stabilny akcjonariat preferujący systematyczne dywidendy, będą starały się ograniczać znaczące ruchy w zakresie zmian wypłacanych dywidend. Fakt ten wynika z tzw. lepkości dywidend. Problem lepkości dywidend został zbadany przez M. Kowerskiego na spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie²⁸. Jest to teoria głosząca, że istnieje większe prawdopodobieństwo wypłaty przez spółkę dywidendy w roku t , jeśli dywidenda była wypłacona w roku $t - 1$. Wynika to z założeń, że spółki niechętnie rozpoczynają płacenie dywidend, jeśli ich przyszłe wypłaty są niepewne, co może zostać źle odebrane przez inwestorów. Z kolei spółki, które wypłacały dywidendy w przeszłości, będą starały się powtarzać ten proces w przyszłości.

2. Rola wskaźników rynkowych w polityce dywidend

W przeprowadzonych badaniach nad wpływem projektów inwestycyjnych na politykę dywidend wykorzystywano często wskaźniki rynkowe. W swoich pracach H. DeAngelo, L. DeAngelo, R.M. Stulz oraz Husam-Aldin Nizar Al-

²⁸ Zob. *ibid.*, s. 260-274.

Malkawi wykorzystali w tym celu wskaźnik P/E oraz P/BV²⁹. Pierwszy ze wskaźników zdaniem H.-A.N. Al-Malkawiego jest dobrym wskaźnikiem opisującym możliwości inwestycyjne podmiotu, ponieważ kwantyfikuje dokonywane przez rynek oceny przyszłych przepływów pieniężnych. Spółki z wysokimi wartościami tego wskaźnika mają większe możliwości inwestycyjne, niż spółki z jego niskimi wartościami. Z kolei DeAngelo, DeAngelo oraz Stulz uważają, że im wyższa wartość wskaźnika P/BV charakteryzuje daną spółkę w roku poprzednim, tym wyższa możliwa dywidenda w roku bazowym.

Taka interpretacja wielkości wskaźników rynkowych jako determinant polityki dywidend budzi jednak pewne wątpliwości.

Badania przeprowadzone przez E.F. Fama oraz K.R. Frencha nad relacją wartości księgowej do wartości rynkowej (uwzględniające również pomiar ryzyka współczynnikiem beta) spółek notowanych na New York Stock Exchange, American Stock Exchange oraz na NASDAQ dowodzą, że akcje wzrostowe cechują się najwyższym ryzykiem oraz niską stopą zwrotu. Z kolei akcje o potencjale wartości charakteryzują się niskim ryzykiem oraz wysoką stopą zwrotu³⁰.

Niski stosunek wartości księgowej do rynkowej to spółka o potencjale wzrostu, z kolei wysoki stosunek wartości księgowej do rynkowej to spółka o potencjale wartości. Podobne wnioski wyciągnął po przeprowadzonych badaniach również R.A. Haugen – spółki o potencjale wartości charakteryzują się nie tylko wyższą oczekiwaną stopą zwrotu, ale również są mniej ryzykowne³¹. Reasumując, im niższe wartości wskaźnika P/BV, tym spółka jest atrakcyjniejsza dla inwestorów.

Podobnie z przeprowadzonych przez B. Jabłońskiego badań nad strategiami inwestowania w spółki dywidendowe uwzględniającymi parametry P/E oraz P/BV notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wynika, że im niższe wartości obu wskaźników rynkowych charakteryzują dany podmiot, tym jest on dla inwestora atrakcyjniejszy³². Dlatego im wyższe zyski oraz

²⁹ Zob. H. DeAngelo, L. DeAngelo, R.M. Stulz: Op. cit., H.-A.N. Al-Malkawi: Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. "International Journal of Business" 2008, Vol. 13, No. 2, http://www.craig.csufresno.edu/International_Programs/JC/IJB/Volumes/Volume%2013/V132-5.pdf (10.09.2012), za: M. Kowerski: Op. cit., s. 180-186.

³⁰ E.F. Fama, K.R. French: The Cross-Section of Expected Stock Returns. "The Journal of Finance" 1992, Vol. 47, Iss. 2, s. 427-465, <http://home.business.utah.edu/finml/fin787/papers/famafrench1992.pdf> (4.09.2012).

³¹ R.A. Haugen: Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku. Wig-Press, Warszawa 1999, s. 2-10, 69.

³² Zob. B. Jabłoński: The Influence of Dividend Policy on the Efficiency of Investments on the Polish Capital Market. Lucerne University of Applied Sciences and Arts – Hochschule Luzern, IFZ Working Paper No. 0019/2012, Szwajcaria 2012, http://www.hslu.ch/ifz_workingpaper19_the_influence_of_dividended_policy.pdf (4.09.2012); B. Jabłoński: Znaczenie wyboru grup akcji do portfela inwestycyjnego na przykładzie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych w latach 1991-2009. W: Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej. Znaczenie kategorii wyboru w teoriach ekonomicznych i praktyce gospodarczej. Red. U. Zagóra-Jonszta. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2010, s. 399-411.

wartość księgową w stosunku do niskiej ceny akcji, tym spółka jest atrakcyjniejsza i może w przyszłości wypłacić wyższe dywidendy z wypracowanego zysku.

Skoro wysokie wskazania parametru P/BV są dla inwestorów ostrzeżeniem przed przewartościowaną spółką, nie można zgodzić się ze stwierdzeniem, że wskaźnik ten wprost sygnalizuje przyszłe dywidendy. Co więcej, wysokie wartości wskaźnika P/BV mogą oznaczać problemy finansowe przedsiębiorstwa, które notuje straty, pomniejszając tym samym kapitał własny, co przekłada się na wzrost tego wskaźnika.

Nie można zatem zgodzić się z wnioskami H. DeAngelo, L. DeAngelo oraz R.M. Stulza, że im wyższa wartość wskaźnika P/BV charakteryzuje daną spółkę w roku poprzednim, tym wyższa możliwa dywidenda w roku bazowym.

Podobne wątpliwości budzi propozycja H.-A.N. Al-Malkawiego. Odnosząc się do wskaźnika rynkowego P/E należy stwierdzić, że im wyższa jego wartość, tym spółka – jako przedmiot inwestycji – jest mniej atrakcyjna dla inwestorów. Wysokie wartości oznaczają nie tylko wysoką cenę rynkową w stosunku do rocznych zysków podmiotu, ale również mogą oznaczać problemy finansowe spółki.

Parametr P/E podmiotu generującego zyski na niskim poziomie, nawet przy wcześniejszej deprecjacji cen akcji, może osiągać nadal wysokie wartości, ponieważ notowania nie zdyskontowały jeszcze jego niekorzystnej sytuacji finansowej. Co więcej, gdyby założyć, że cały zysk wypracowany przez spółkę w danym roku jest przeznaczony na dywidendę, to wysokie wartości wskaźnika P/E oznaczają niską stopę dywidendy dla danej spółki. Przy takim założeniu stopę dywidendy oblicza się jako odwrotność P/E³³.

Podsumowanie

Spółki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych charakteryzują się niższą skłonnością do płacenia dywidendy aniżeli na rynkach rozwiniętych. Zauważa się jednak tendencje do zmiany zachowań w zakresie polityki dywidend oraz skupu akcji, upodabniające decyzje zarządów do tych, które są praktykowane na rynkach rozwiniętych. Przedsiębiorstwa, realizując swoje strategie, zwiększają majątek i dokonują podziału części wypracowanych zysków. Tak wśród inwestorów, jak i zarządzających wzrasta świadomość wagi polityki dywidend, przez co można zauważyć powolne zacieranie się różnic pomiędzy GPW w Warszawie a rynkami rozwiniętymi.

³³ Przy założeniu, że cały roczny zysk jest przekazany na dywidendę, spółka A, posiadająca P/E na poziomie 10, charakteryzuje się stopą dywidendy na poziomie 10%, z kolei spółka B, posiadająca P/E na poziomie 20, charakteryzuje się stopą dywidendy już tylko na poziomie 5%.

Co więcej, coraz większą liczbę spółek notowanych na rynku kapitałowym w Warszawie charakteryzuje dojrzałość oraz odpowiednia wielkość umożliwiająca wypłaty wyższych dywidend. Zjawiska te oraz wzrastająca liczba spółek notowanych na polskim rynku kapitałowym powodują, że systematycznie od początku istnienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zwiększa się wartość wypłacanych dywidend.

Na podstawie analizy literatury przedmiotu wynika, że spółki dywidendowe to takie, które charakteryzują się mniejszą dźwignią finansową oraz stabilnymi zyskami, a także wysoką rentownością oraz większą płynnością od tych podmiotów, które dywidend nie wypłacają.

Dodatkowo można stwierdzić, że spółki dywidendowe odznaczają się wysoką wartością ilorazu niepodzielonych zysków i kapitałów własnych oraz są większe, jeśli za kwantyfikatory przyjmie kapitały własne spółki.

Z przeprowadzonych studiów literatury międzynarodowej wynika również, że nie wszystkie spośród badanych w ostatnich latach czynników polityki dywidend, można uznać za istotnie determinujące decyzje o podziale środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa. Do tych, które znacząco wpływają na kreowanie polityki dywidend, należy zaliczyć m.in. czynniki z grupy charakteryzującej wyniki finansowe spółki, kwantyfikujące stopień zakumulowania kapitału oraz jego wielkość. Można zatem stwierdzić, że czynniki mikroekonomiczne pełnią nadrzędną rolę w stosunku do makroekonomicznych determinant polityki dywidend.

Nie należy również pomijać roli czynników psychologicznych, w szczególności tych, które wpływają na decyzje podejmowane przez zarząd. Mogą one być istotną przyczyną błędnego odczytu stanu gospodarki danego kraju, samej spółki oraz jej przyszłości, co w znaczący sposób może przełożyć się na zbyt wysoką wypłatę dywidendy. Taką decyzję spółka może okupić zachwianiem płynności, wyższym kosztem finansowania działalności gospodarczej, a w efekcie tego zwiększonym kosztem kapitału lub wręcz utratą płynności i upadłością.

DIVIDEND POLICY DETERMINANTS

Summary

The article describes the issue of factors influencing the decisions about the pay out of dividends by companies listed on the capital market.

The micro- and macroeconomic determinants of dividend policies of companies listed on developed and emerging markets have been discussed.

In the study the topic of the emission of new shares in order to finance dividend payout from the perspective of a conflict between new and present shareholders of a company has been emphasised.

In addition, the author shows mutually excluding results of research of Polish and foreign authors concerning selected factors influencing dividend policy.