

Elżbieta Maria Wrońska

Uniwersytet Marii Curie Skłodowskiej w Lublinie

POLITYKA DYWIDEND W ŚWIETLE TEORII FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

Streszczenie: Przedmiotem niniejszego artykułu jest próba wyjaśnienia przyczyn wypłat dywidend przy wykorzystaniu podejścia behawioralnego. Zgodnie z koncepcjami behawioralnymi dotyczącymi dywidend wypłaty środków pieniężnych na rzecz akcjonariuszy są dokonywane z uwzględnieniem preferencji co do konsumowania bieżących dochodów, kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji oraz tego, że otrzymywanie dywidendy wzmacnia związek między właścicielami i zarządzającymi firmami. Narzędziem wykorzystanym do badania opinii menedżerów była ankieta. Na podstawie wyników analizy ankiet można stwierdzić, że w opinii menedżerów akcjonariusze potrzebują dywidend na finansowanie konsumpcji. Inwestorzy w tym celu wykorzystują dywidendy, chcąc uniknąć kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji. Jednocześnie menedżerowie są przekonani, że akcjonariusze nie wykorzystują dywidend dla kształtowania struktury portfela inwestycyjnego. Dywidenda nie jest znaczącym czynnikiem determinującym dobór akcji do portfela inwestycyjnego. Wydaje się więc, że koncepcje związane z finansami behawioralnymi mają istotne znaczenie w procesie kształtowania i wyjaśniania wypłat dywidend.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, dividend puzzle, teorie polityki dywidend, finanse behawioralne, teoria samokontroli.

1. Znaczenie problematyki dywidend

W teorii finansów przedsiębiorstw wśród najważniejszych kwestii można wymienić politykę dywidend. Polityka dywidend budzi zainteresowanie badaczy już od ponad pięćdziesięciu lat i jest przedmiotem badań zarówno teoretycznych, jak i empirycznych. Badania empiryczne nie zapewniły jednak wystarczającego poparcia dla którejkolwiek ze sformułowanych teorii. Wydaje się więc, że wyrażenie *dividend puzzle* Blacka [1976] jest nadal aktualne.

Dywidendy są opodatkowanymi środkami pochodzącymi z opodatkowanych dochodów przedsiębiorstw wypłacanymi na rzecz akcjonariuszy. Wypłacanie dywidend, gdy są one przedmiotem „podwójnego” opodatkowania i istnieje konieczność sfinansowania ich z kredytu, stanowi o ich zagadkowej naturze, która przejawia się w nieracjonalnej akceptacji przez akcjonariuszy otrzymywania dywidend w sytuacji ich opodatkowania oraz często negatywnego wpływu na podmiot.

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 staje się uwzględnienie czynników behawioralnych i socjoekonomicznych w stosunku do decyzji zarządzających i zachowań inwestorów.

2. Ujęcie behawioralne wyjaśniania dywidend

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: niespójny stosunek do ryzyka, nadmierna pewność, zachowanie nastawione na potwierdzenie swoich przekonań, optymizm, poszukiwanie podobieństw.

W ramach badań nad teoriami polityki dywidend w ostatnich latach zostało sformułowanych kilka godnych uwagi koncepcji opartych na wykorzystaniu finansów behawioralnych. Jedną z nich to koncepcja opracowana przez Feldsteina i Greena [1983]. W wyniku prowadzonych badań zauważyli 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 to, 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 papierów wartościowych, preferowana jest konsumpcja dochodu (dywidend), a nie kapitału (zasobu posiadanych akcji), a zatem polityka dywidend jest konsekwencją potrzeb konsumpcyjnych inwestorów.

Teoria samokontroli Thalera i Shefrina wyrasta z założenia posiadania przez człowieka dwóch zestawów preferencji, które pozostają w konflikcie z sobą. 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) oraz wykonawcę (zarządzanego pracownika, który patrzy krótkoterminowo i jest gotów nawet pożyczać środki na bieżącą konsumpcję) [Thaler, Shefrin 1981]. Teoria samokontroli zakłada, że pracodawca będzie chciał oddziaływać różnymi instrumentami na zachowania pracownika, który jest ostatecznym wykonawcą. Stąd też przeznaczanie dywidend (a nie dochodów ze sprzedaży akcji) na konsumpcję jest elementem automatycznej samokontroli poziomu wydatków konsumpcyjnych.

Kahneman i Tversky w opisowej teorii wyboru w warunkach niepewności stwierdzają, że sprzedaż akcji powoduje więcej żalu u 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 [Kahneman, Tversky 1982].

Inną koncepcję wyjaśnienia polityki dywidend opracowali Shefrin i Statman [1984]. Wyjaśniają preferencje dywidendowe inwestorów, używając teorii samokontroli Thaler'a i Shefrina oraz opisową teorię wyboru w warunkach niepewności Kahnemana i Tversky'ego. Zgodnie z tymi teoriami inwestorowi nie jest wszystko jedno, czy dochody firmy są transferowane w postaci dywidend, czy też w postaci zysków kapitałowych. Teorie te pozwoliły stwierdzić, że dywidendy są bardziej przez akcjonariuszy cennie niż zyski kapitałowe.

Shefrin i Statman, wykorzystując teorię samokontroli oraz opisową teorię wyboru w warunkach niepewności, 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 wypadku rozważania sprzedaży akcji, inwestor byłby zobowiązany do podjęcia decyzji o: przewidywanym poziomie potrzeb i celów konsumpcyjnych, liczbie sprzedawanych akcji, oczekiwanej cenie sprzedaży.

Na podstawie opisanej przez Thaler'a i Shefrina teorii samokontroli stwierdzono też, że firmy wypłacają dywidendy, żeby gotówka pozostająca w firmie nie stanowiła pokusy do jej wydatkowania przez zarząd na cele konsumpcyjne. Z punktu widzenia inwestorów dywidenda nie jest doskonałym substytutem dla zysków kapitałowych. Dywidendy są bardziej doceniane przez inwestorów, niż zyski kapitałowe, ponieważ zapewniają automatyczną kontrolę poziomu wydatków konsumpcyjnych inwestorów. 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).

3. Metodologia badań

Biorąc powyższe pod uwagę, zasadne jest 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.

Tabela 1. Stwierdzenia ankietowe uwzględniające ujęcie behawioralne

Numer stwierdzenia	Treść pytania	Oczekiwane odpowiedzi	Znaczenie stwierdzenia dla ujęcia behawioralnego
1	Akcjonariusze lubią otrzymywać regularne dywidendy	Tak	Otrzymywane dywidendy umacniają relację z akcjonariuszami, pozwalają realizować wydatki konsumpcyjne inwestorów bez konieczności sprzedaży akcji (upłyniania kapitału) i ponoszenia kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji
2	Niektórzy akcjonariusze preferują dywidendy w akcjach zamiast dywidend gotówkowych	Tak	Otrzymane akcje zamiast dywidendy są elementem samokontroli wydatków konsumpcyjnych
6	Nie wierzymy, że akcjonariusze są zainteresowani dywidendami	Nie	Otrzymywane dywidendy umacniają relację z akcjonariuszami, pozwalają realizować wydatki konsumpcyjne bez ponoszenia kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji
9	Dywidendy pozwalają utrzymać ceny akcji na poziomie, jaki uważamy za optymalny	Tak	Realizowanie stałej polityki dywidend pozwala utrzymać akcjonariuszy i stabilizować kurs akcji
13	Płacenie gotówkowych dywidend jest konieczne, ponieważ akcjonariusze tego oczekują	Tak	Otrzymywane dywidendy umacniają relację z akcjonariuszami, pozwalają realizować wydatki konsumpcyjne bez ponoszenia kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji
19	Jakakolwiek redukcja dywidend może wpłynąć na zmniejszenie kursu akcji, ponieważ mamy politykę dywidend niemających	Tak	Realizowanie stałej polityki dywidend pozwala utrzymać akcjonariuszy i stabilizować kurs akcji, zmniejszenie dywidendy może wpłynąć na wolę akcjonariuszy co do wyłączenia danej akcji z portfela inwestycyjnego a w rezultacie na spadek kursu akcji
23	Wielu z naszych inwestorów nie obraca naszymi akcjami bez względu na to, czy ceny rosną, czy też nie	Tak	Utrzymywanie akcji (bez względu na wahania w kursie) są elementem samokontroli wydatków konsumpcyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Frankfurter, Kosedag, Schmidt, Topalov 2002].

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. Przez 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. W tabeli 1 zawarto stwierdzenia i odpowiadające im teorie, wraz ze wskazaniem oczekiwanej odpowiedzi („zgadzam się” lub „nie zgadzam się”) jeśli dana teoria miałaby zostać zweryfikowana pozytywnie.

Ankieta miała charakter anonimowy i została rozesłana do dwudziestu czterech podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badaniami objęto trzy branże według klasyfikacji przyjętej przez giełdę (chemiczna, metalowa i materiałów budowlanych). Z każdej branży w sposób losowy wybrano po osiem spółek.

4. Wyniki badań empirycznych

W odpowiedzi uzyskano 7 kompletnie wypełnionych ankiet, z tego z branży chemicznej 1 ankieta, z branży metalowej 4 ankiety, z branży materiałów budowlanych 2 ankiety. Do każdej udzielonej odpowiedzi została przypisana odpowiednia liczba punktów, tj. dla „zdecydowanie zgadzam się” (2 punkty), „zgadzam się” (1 punkt), „obojętne” (0 punktów), „nie zgadzam się” (minus 1 punkt), „zdecydowanie się nie zgadzam się” (minus 2 punkty).

Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że menedżerowie finansowi zgadzają się z następującymi stwierdzeniami:

- akcjonariusze lubią otrzymywać regularne dywidendy (stwierdzenie 1) – średnia: 1,57,
- płacenie gotówkowych dywidend jest konieczne, ponieważ akcjonariusze tego oczekują (stwierdzenie 13) – średnia: 0,57,
- wielu z naszych inwestorów nie obraca naszymi akcjami bez względu na to, czy ceny rosną, czy też nie (stwierdzenie 23) – średnia: 0,71.

Z powyższej analizy wynika, że menedżerowie finansowi są zdecydowanie przekonani, że wypłaty dywidend są pożądane przez inwestorów i mogą być przyczyną, dla której inwestorzy są posiadaczami akcji bez względu na zmiany kursu.

Menedżerowie nie zgadzają się natomiast z następującymi stwierdzeniami:

- nie wierzymy, że akcjonariusze są zainteresowani dywidendami (stwierdzenie 6) – średnia: -0,29,
- dywidendy pozwalają utrzymać ceny akcji na poziomie, jaki uważamy za optymalny (stwierdzenie 9) – średnia: -0,57.

Sformułowanie stwierdzenia 6 miało na celu potwierdzenie spostrzeżenia o istotnym zainteresowaniu inwestorów dywidendami. Jednocześnie menedżerowie uważają, że inwestorzy nie reagują decyzjami inwestycyjnymi (decyzjami o zakupie lub sprzedaży akcji, a w rezultacie nie ulegają zmianom kursy akcji) na wypłatę dywidendy (stwierdzenie 9). Potwierdza to wcześniejsze spostrzeżenie o przekonaniu menedżerów o braku możliwości wykorzystywania dywidendy do oddziaływania na kursy akcji.

Menedżerowie finansowi mają natomiast obojętny stosunek w odniesieniu do następujących stwierdzeń:

- niektórzy akcjonariusze preferują dywidendy w akcjach zamiast dywidend gotówkowych (stwierdzenie 2) – średnia 0,14,
- jakakolwiek redukcja dywidend może wpłynąć na zmniejszenie kursu akcji, ponieważ mamy politykę dywidend niemalejących (stwierdzenie 19) – średnia 0,14.

Obojętność menedżerów na to stwierdzenie może wynikać w większym stopniu z braku wiedzy menedżerów finansowych co do szczegółowych preferencji inwestorów w zakresie ich polityki inwestycyjnej. Rezultatem tego jest brak traktowania dywidendy w procesie komunikowania się z inwestorami i oddziaływania na ich decyzje inwestycyjne tym instrumentem (por. stwierdzenie 9 oraz 19). Menedżerowie finansowi nie przypisują dywidendzie możliwości oddziaływania na skład akcjonariuszy i na stabilizowanie kursu akcji, a więc w przekonaniu menedżerów nie występuje wpływ dywidendy na decyzje inwestycyjne akcjonariuszy, a w rezultacie na kursy akcji.

Odnosząc się do aspektów behawioralnych polityki dywidend, należy zauważyć, że wyniki przeprowadzonej ankiety potwierdzają cztery wnioski (stwierdzenie 1, 6, 13 oraz 23) spośród siedmiu dotyczących tej teorii. W wypadku pozostałych trzech 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).

Należy zauważyć, że spośród siedmiu stwierdzeń, trzy dotyczą preferencji inwestorów (stwierdzenie 1, 2 i 6), kolejne trzy natomiast (stwierdzenie 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 dwie trzecie stwierdzeń zostało zaakceptowanych. W zakresie zaś stwierdzeń odnoszących się do istnienia związku między dywidendami a decyzjami inwestycyjnymi inwestorów jedna trzecia stwierdzeń została zaakceptowana.

5. Podsumowanie

Wypłaty dywidend stanowią od wielu lat szczególny przedmiot zainteresowania. Pomimo ich opodatkowania oraz często negatywnego wpływu na sytuację finansową wydaje się, że uzasadniona byłaby rezygnacja z wypłat środków pieniężnych. Oka-

zuje się więc, że dywidendy są wypłacane ze względu na preferencje i oczekiwania inwestorów.

Żadna z dotychczas sformułowanych teorii nie została potwierdzona empirycznie, co skłoniło autorkę do próby wyjaśnienia zjawiska *dividend puzzle* z wykorzystaniem teorii finansów behawioralnych. Zgodnie z koncepcjami behawioralnymi dotyczącymi dywidend wypłaty środków pieniężnych na rzecz akcjonariuszy są dokonywane pomimo ich opodatkowania, z uwzględnieniem:

- preferencji co do konsumowania bieżących dochodów w celu zachowania zainwestowanego kapitału (ludzie wolą konsumować dochód z dywidend, odsetek, niż sprzedawać akcje, obligacje),
- kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji,
- tego, że otrzymywanie dywidendy wzmacnia związek między właścicielami i zarządzającymi firmami, jest formą partycypowania akcjonariuszy w dochodach firmy, co pozwala zmniejszać niepewność akcjonariuszy.

Ponadto odprowadzanie podatku od dywidend przez firmę (płatnika) oraz otrzymywanie przez inwestora dochodów dywidendowych już po opodatkowaniu powodują, że inwestorzy nie mają uczucia konieczności płacenia podatków (obciążenie to realizowane jest przez firmę, a nie przez akcjonariusza). Podatki od dywidend mogą więc mieć dla inwestora mniejsze znaczenie z psychologicznego punktu widzenia.

Biorąc powyższe stwierdzenia pod uwagę, zasadne stało się 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.

Narzędziem do badania opinii menedżerów była ankieta. Na podstawie jej analizy można stwierdzić, że menedżerowie są przekonani, iż akcjonariusze potrzebują dywidend. Jednocześnie menedżerowie są pewni, że akcjonariusze nie wykorzystują dywidend dla kształtowania struktury portfela inwestycyjnego. Poziom dywidendy bądź jej zmiana nie oddziałuje na decyzje inwestycyjne akcjonariuszy; bez względu na zmiany w poziomie dywidend akcjonariusze posiadają akcje, gdyż nie jest to główny czynnik determinujący decyzje inwestycyjne. Nie należy się więc spodziewać, że dywidenda stanowi istotny element dla inwestora, decydujący o atrakcyjności lokaty w papiery wartościowe.

Pozwala to stwierdzić, że wypłata dywidend jest stosowana przez firmy w celu umacniania relacji z akcjonariuszami, a inwestorom służy do realizowania wydatków konsumpcyjnych bez konieczności sprzedaży akcji (upłynniania kapitału) i ponoszenia kosztów transakcyjnych związanych ze sprzedażą akcji. Ponadto utrzymywanie akcji (bez względu na wahania w kursie czy wahania w poziomie dywidendy) stanowi element samokontroli wydatków konsumpcyjnych.

W świetle powyższej analizy wydaje się zatem, że koncepcje związane z finansami behawioralnymi odgrywają istotną rolę w procesie kształtowania i wyjaśniania wypłat dywidend.

Literatura

- Black F., *The dividend puzzle*, „The Journal of Portfolio Management” 1976, vol. 2.
- Feldstein M.S., Green J., *Why do companies pay dividends?*, „American Economic Review” 1983, vol. 73.
- Frankfurter G., Kosedag A., Schmidt H., Topalov M., *The perception of dividends by management*, „The Journal of Psychology and Financial Markets” 2002, vol. 3, no 4.
- Kahneman D., Tversky A., *The psychology of preferences*, „Scientific American” 1982, vol. 246.
- Shefrin H.M., Statman M.S., *Explaining investor preference for cash dividends*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 13.
- Thaler R.H., Shefrin H.M., *An economic theory of self control*, „Journal of Political Economy” 1981, vol. 89.

BEHAVIOURAL FINANCE EXPLANATION OF DIVIDEND POLICY

Summary: The subject of this article is to test whether the behavioural finance provides a good explanation of the dividend policy. According to the behavioural finance, firms pay out dividends because of investors' consumption preferences, transaction costs and tightening connection between investors and the company. On the basis of the survey results, it is possible to state that according to the financial managers, investors are interested in obtaining dividends to finance consumption expenses. Investors use this source of money (dividends) to avoid transaction costs of selling shares. The financial managers are convinced that dividends are not an important factor used by investors while creating investment portfolio but that dividends can be a measure to make connections with investors more stable. One can state that the behavioural finance ideas play an important role in creating and explaining dividend policy.