

Elżbieta Maria Wrońska

Wyjaśnienie wypłat dywidend w oparciu o teorie substytucji i hierarchii źródeł finansowania

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 42, 69-80

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ELŻBIETA MARIA WRÓŃSKA

*Wyjaśnienie wypłat dywidend w oparciu o teorie substytucji
i hierarchii źródeł finansowania*

Explaining dividend payout ratio on the basis of the trade-off and pecking order models

Abstrakt: W teorii finansów przedsiębiorstw do najważniejszych kwestii zaliczyć można decyzje dotyczące kształtowania struktury kapitału oraz wypłat dywidend. Te dwa rodzaje decyzji współzależą od siebie i występują czynniki, które jednocześnie determinują strukturę kapitału i wypłaty dywidend. Z tego względu wydaje się, że można wykorzystać teorie kształtowania struktury kapitału (teorie substytucji i teorię hierarchii źródeł finansowania) do wyjaśnienia stosowanych rozwiązań w zakresie wysokości wypłat dywidend.

W niniejszym artykule podjęta próba odpowiedzi na sformułowane w tytule zagadnienie oparta została na rozważaniach teoretycznych oraz wynikach badań prowadzonych przez cytowanych autorów. Przedstawione w niniejszym artykule rozważania teoretyczne stanowią będą podstawę badań empirycznych, które autorka zamierza podjąć w przyszłości.

WSTĘP
Introduction

W teorii finansów przedsiębiorstw wśród najważniejszych kwestii wyróżnić można decyzje finansowe dotyczące kształtowania struktury kapitału oraz wypłat dywidend. W literaturze przedmiotu występuje wiele teorii dotyczących struktury kapitału i polityki dywidend, ale teorie te traktują dwie wyżej wspomniane kwestie jako niezależne od siebie i kształtowane przez niezależne od siebie czynniki. Wydaje się jednak, że te dwa rodzaje decyzji współzależą od siebie i występują czynniki, które jednocześnie determinują strukturę kapitału i wypłaty dywidend.

Poziom dywidend pozostaje w ścisłym związku ze strukturą kapitału. Relacja pomiędzy wielkością wypłaconej dywidendy a reinwestowanego zysku wpływa na poziom kapitałów zapasowych spółki (czyli tzw. zysków zatrzymanych), będących elementem kapitałów własnych. Dla przykładu: reinwestowanie zysku powoduje, że zwiększa się wartość kapitałów własnych, co przy niezmienionej wartości zadłużenia skutkuje wzrostem udziału kapitałów własnych w strukturze kapitałów.

Wśród teorii wyjaśniających strukturę kapitału dominującą rolę odgrywają: statyczna teoria substytucji (*trade-off theory*) i dynamiczna teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*). Wydaje się, że ze względu na istniejące związki między strukturą kapitału i polityką dywidend, teorie te można wykorzystywać do wyjaśnienia stosowanych rozwiązań w zakresie wysokości wypłat dywidend.

Analiza teorii substytucji i hierarchii źródeł finansowania na potrzeby niniejszego artykułu koncentruje się głównie na kwestiach wpływu poziomu zyskowności i wielkości realizowanych inwestycji na poziom zadłużenia i poziom wskaźnika wypłat dywidend.

CHARAKTERYSTYKA TEORII SUBSTYTUCJI

Characteristic of trade-off theory

Teoria *trade-off* wywodzi się z analiz kształtowania struktury kapitału w ujęciu statycznym, rozpoczętych przez Franco Modiglianiego i Merton Millera, a pochodzących z końca lat 50. XX wieku. W kolejnych latach model ten był uzupełniany i rozwijany poprzez uwzględnienie dodatkowych czynników. Ostateczna forma modelu substytucji uwzględnia następujące czynniki:

1) koszty bankructwa – ogłoszenie bankructwa następuje, gdy firma nie może spłacić odsetek z tytułu zaciągniętych kapitałów obcych. Koszty bankructwa podzielić można na bezpośrednie i pośrednie. Do kosztów bezpośrednich zaliczyć można opłaty sądowe, wynagrodzenie prawników, wydatki administracyjne oraz koszty związane z upłynnianiem składników majątkowych. Koszty pośrednie odzwierciedlają koszty działań podejmowanych przez zarząd firmy, aby nie dopuścić do utraty płynności, a w konsekwencji do ogłoszenia upadłości. Groźba niewypłacalności zmusza bowiem zarząd do sprzedaży niektórych aktywów po zaniżonych cenach w celu szybkiego zdobycia gotówki. Wiele opłacalnych przedsięwzięć może także zostać zaniechana z powodu braku środków, co dodatkowo pogarsza perspektywy rozwojowe firmy¹;

¹ A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 122.

2) koszty agencji – występują zawsze wtedy, gdy przedsiębiorstwo nie jest zarządzane bezpośrednio przez właścicieli. Wynikają one z konieczności prowadzenia kontroli i nadzoru nad działaniami zarządu. Konieczność ta wynika z faktu istnienia asymetrii informacji, czyli braku dostępu właścicieli do pełnych danych o firmie. W związku z tym właściciele mają ograniczony dostęp do pełnych informacji. Właściciele chcą mieć pewność, że polityka zarządu pozwoli na generowanie wartości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń właścicieli i wierzycieli. Koszty agencji wiążą się także z faktem, że w związku z asymetrią informacyjną zarząd może podejmować działania nieprzynoszące wartości akcjonariuszom. Dlatego też prowadzone są działania mające na celu monitorowanie i motywowanie działań realizowanych przez zarząd. Koszty agencji można również rozpatrywać w kontekście problemów agencji wynikających z wolnych przepływów pieniężnych. Dotyczą one faktu, że zarządzający firmą wolą przeznaczyć nadwyżki pieniężne na finansowanie dodatkowych projektów inwestycyjnych, które umocnią pozycję zarządu. Zarządzający mają bowiem tendencję do zwiększania wielkości firmy, gdyż zwiększa to zakres ich władzy i umacnia ich pozycję, niekoniecznie przynosząc korzyści właścicielom.²

Statyczna teoria struktury kapitału zakłada, że udział zadłużenia zależy od wyników porównania korzyści i kosztów związanych z finansowaniem długiem dla aktualnie wymaganego i posiadanego poziomu kapitału.

Do korzyści wykorzystania zadłużenia zaliczyć można fakt, że stosowanie zadłużenia powoduje powstanie zjawiska tarczy podatkowej i korzyści podatkowych.

Do kosztów korzystania z zadłużenia zaliczyć można fakt, że wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie obciążenie zysku operacyjnego odsetkami płaconymi od coraz wyższego zadłużenia. Firma, zwiększając wskaźnik udziału zadłużenia, przeznaczając coraz większą część zysku operacyjnego (EBIT) na obsługę zadłużenia (spłatę odsetek). O ile wielkość oczekiwanych dochodów operacyjnych może być zmienna, o tyle opłaty z tytułu zadłużenia są stałe. A więc im wyższy poziom wykorzystania kapitału dłużnego w finansowaniu firmy i wyższe stałe obciążenia kosztami odsetkowymi, tym wyższe prawdopodobieństwo, że spadek dochodów doprowadzi do trudności finansowych (płatniczych), a stąd wyższe prawdopodobieństwo ogłoszenia upadłości (bankructwa). Już samo pojawienie się ryzyka niewypłacalności oraz konieczność podjęcia działań zmierzających do uniknięcia utraty płynności powodują, że przedsiębiorstwo ponosi dodatkowe kosz-

² M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3; F. H. Easterbrook, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, „American Economic Review” 1984, vol. 74; M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review” (May) 1986, vol. 76, nr 2.

ty, które obniżają jego wartość. Do takich działań zaliczyć można na przykład sprzedaż niektórych aktywów po zaniżonych cenach w celu szybkiego zdobycia gotówki czy też zaniechanie opłacalnych przedsięwzięć.³

Jednocześnie istnienie problemów agencji powoduje, że zwiększenie zadłużenia działa dyscyplinująco na zarząd firmy. W takiej sytuacji wolne przepływy pieniężne nie mogą być swobodnie przeznaczane na potrzeby określone przez zarząd (nie zawsze przyczyniające się do wzrostu wartości dla akcjonariuszy, ale umacniające pozycję kierownictwa), a są przeznaczane na obsługę kapitałów udostępnionych przez wierzycieli. Dodatkowo zwiększenie zadłużenia powoduje, że menedżerowie w większym stopniu koncentrują się na poprawie wyników działania w taki sposób, by móc wypracować nadwyżkowe środki pieniężne, umożliwiające obsługę zadłużenia kosztem dbania o korzyści akcjonariuszy. Powoduje to więc pojawienie się problemów i kosztów relacji między wierzycielami i właścicielami.⁴

Zgodnie z tym modelem następuje zastępowanie (substytucja) kapitału własnego przez dług lub długu przez kapitał własny (przy stałej jego łącznej wartości) do momentu osiągnięcia optymalnej struktury kapitału, przy której maksymalizowana jest wartość firmy i minimalizowany średni koszt kapitału. Optymalna struktura kapitału jest wynikiem wyboru między korzyściami związanymi z finansowaniem długiem (tarcza podatkowa) a kosztami finansowania długiem (koszty bankructwa i koszty agencji). Początkowo wraz ze wzrostem zadłużenia (w wyniku zaistnienia korzyści związanych z tarczą podatkową) rośnie wartość firmy. Po osiągnięciu pewnego punktu dźwigni finansowej korzyści stają się mniejsze niż koszty związane z finansowaniem długiem (związane z ryzykiem bankruc-

³ Narastanie trudności płatniczych podwyższa koszt kapitału obcego. Ze względu na większe ryzyko niewypłacalności, banki kredytujące firmę oraz inwestorzy kupujący papiery dłużne przedsiębiorstwa żądają większej stopy. Powoduje to wzrost nominalnego oprocentowania, a także wprowadzanie do umowy kredytowej ograniczeń swobody działania przedsiębiorstwa, A. Du liniec, *op. cit.*, s. 123.

⁴ W sytuacji wykorzystania zadłużenia, zarządzający w większym stopniu dbają o interesy wierzycieli niż właścicieli. Takie zachowanie prowadzić ma do niedopuszczenia do niewypłacalności przedsiębiorstwa. Większa dbałość o interesy wierzycieli wynika także z próby zabezpieczenia się zarządzających, gdyż pojawienie się ryzyka bankructwa oznaczać może dla zarządu utratę pracy. Takie zachowania zarządu powodują jednak ponoszenie kosztów przez właścicieli przez niedostateczną dbałość o ich interesy. Zarząd może bowiem podejmować decyzje inwestycyjne nietworzące korzyści dla akcjonariuszy. Sytuacja sprzyja podejmowaniu ryzykownych projektów inwestycyjnych, ale dających możliwość szybkiego zysku. Eliminowane są projekty opłacalne, ale generujące dochód w długim okresie. Wiele projektów może nie zostać podjętych z uwagi na problemy w pozyskaniu dodatkowego kapitału. Por. E. F. Fama, M. H. Miller, *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York 1972; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *op. cit.*; S. C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” 1977, vol. 5.

twa i kosztami agencji) i dalsze powiększanie zadłużenia prowadzi do obniżenia wartości firmy.⁵

W świetle tej teorii, firmy zyskowe będą korzystały z większego udziału zadłużenia, ponieważ:

1) firmy zyskowe osiągają korzyści podatkowe z tytułu wykorzystania dźwigni finansowej (korzystają z odsetkowej tarczy podatkowej),

2) mniejsze jest prawdopodobieństwo bankructwa z tytułu zwiększania zadłużenia i jednocześnie

3) większe są wymagania co do dyscyplinującej roli zadłużenia w stosunku do zachowań zarządu, by w jak najlepszy sposób wykorzystywać generowane przez firmę dochody.

TEORIA SUBSTYTUCJI A WYPŁATY DYWIDEND

Dividend payout ratio in trade-off theory

Jak już wcześniej wskazano do najważniejszych czynników uwzględnianych w teorii substytucji zalicza się koszty bankructwa i koszty agencji.

Ryzyko pojawienia się bankructwa wynika z faktu, że podmioty mogą się charakteryzować niewystarczającą płynnością finansową oraz brakiem środków pieniężnych w celu regulowania bieżących płatności. W takiej sytuacji wypłaty dywidend zmniejszałyby dodatkowo płynność i wielkość środków pieniężnych przeznaczonych na regulowanie bieżących płatności. W efekcie ryzyko i koszty bankructwa zwiększałyby się, co powodowałoby spadek wartości przedsiębiorstwa.

W sytuacji niskiej dochodowości, a co za tym idzie wysokiego prawdopodobieństwa bankructwa, firmy, dążąc do niepowiększania kosztów bankructwa, zdecydują się na wypłaty niskich dywidend lub zrezygnują z wypłat dywidend. Natomiast wysoka dochodowość, wiążąca się z niskim ryzykiem bankructwa, pozwala zwiększyć wysokość wypłat dywidend.

W teorii *trade-off* na wypłaty dywidend oddziałują też koszty agencji wolnych przepływów pieniężnych. Dywidendy będące wypłatą gotówki na rzecz akcjonariuszy z wypracowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych również są traktowane jako instrument dyscyplinujący zarządy. Zarządzający firmą wypracowane nadwyżki pieniężne woleliby przeznaczyć na finansowanie działań, które umocnią pozycję zarządu. Zwiększając wypłaty dywidendy, powoduje się ograniczenie swobody działania zarządu i dalsze motywowanie zarządu do efektywnych działań. Dlatego też w sytuacji generowania wyższych pozio-

⁵ E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000, s. 540.

mów wolnych przepływów pieniężnych większe będą wypłaty gotówki na rzecz właścicieli, by nie dopuścić do niewłaściwego wykorzystania nadwyżkowych dochodów na projekty niegenerujące wartości dla akcjonariuszy.⁶

Podsumowując, w sytuacji gdy firma jest wysoce zyskowa i nie rozważa realizacji projektów inwestycyjnych, wówczas niskie ryzyko bankructwa i potrzeba dyscyplinowania zarządu (problemy agencji wolnych przepływów pieniężnych) wpłyną na decyzje o większej wypłacie dywidendy. W sytuacji wysoce zyskowej firmy z dużym zakresem realizacji inwestycji, dywidenda nie będzie musiała być traktowana jako narzędzie dyscyplinujące. Realizacja inwestycji przyczyniających się do tworzenia wartości dla akcjonariuszy zmniejsza wielkość wolnych przepływów pieniężnych, co ogranicza także potrzebę dyscyplinowania zarządu wypłatami dywidend.

W sytuacji gdy firma charakteryzuje się niską dochodowością, to jednocześnie nie dysponuje znaczącymi wolnymi środkami pieniężnymi umożliwiającymi wypłatę dywidendy. W takiej sytuacji, z jednej strony, pojawiające się ryzyko bankructwa, a z drugiej strony, niskie wolne przepływy pieniężne niepowodujące powstania konieczności dyscyplinowania zarządu wpłyną na decyzje o mniejszych dywidendach lub całkowitej rezygnacji z ich wypłaty.

Nadmienić należy, że zgodnie z teorią substytucji firmy posiadają docelowe wskaźniki zadłużenia. Docelowe wskaźniki zadłużenia są także wykorzystywane w sytuacji zwiększania poziomu kapitału.⁷ Uwzględnienie tego może skutkować dwojakiego rodzaju rozwiązaniami co do polityki dywidend. Polityka dywidendy może mieć charakter rezydualny i wówczas zysk netto jest traktowany jako pierwsze źródło pozyskania w maksymalnie dostępnej wielkości kapitału własnego przy uwzględnieniu docelowej struktury kapitału. Polityka dywidend może też być traktowana jako stała płatność na rzecz akcjonariuszy i wówczas rezydualna część zysku po wypłacie dywidendy jest przeznaczana na finansowanie inwestycji jako pierwsze źródło pozyskania środków w ramach kapitału własnego. Nie zmienia to jednak założeń teorii substytucji co do wielkości wypłat dywidend.

CHARAKTERYSTYKA TEORII HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA Characteristic of pecking order theory

Założenia modelu hierarchii źródeł finansowania opierają się na uwzględnieniu kosztów finansowania (kosztów transakcyjnych) oraz asymetrii informa-

⁶ Por. M. C. Jensen, W. H. Meckling, *op. cit.*; M. C. Jensen, *op. cit.*; F. H. Easterbrook, *op. cit.*

⁷ Aktualny jest model IOS-MCC. Szerzej na ten temat m.in. w: E. F. Brigham, L. C. Gapski, *op. cit.*, t. 1, s. 440 i n.

cyjnej, która pojawia się, gdy inwestycje muszą być finansowane nowym kapitałem zewnętrznym.

Koszty transakcyjne pojawiają się w sytuacji konieczności pozyskiwania środków finansowych zewnątrz przedsiębiorstwa. Koszty te dotyczą kosztów przeprowadzenia emisji papierów wartościowych, opłacenia prowizji oraz ponoszenia innych koniecznych opłat.

Asymetria informacji ma miejsce, gdy menedżerowie są lepiej poinformowani o sytuacji spółki i jej perspektywach niż osoby z zewnątrz. Dlatego też decyzje dotyczące emisji papierów wartościowych są dla uczestników rynku sygnałami o aktualnej i przewidywanej sytuacji przedsiębiorstwa.⁸ Stąd też działania podejmowane przez zarząd posiadają wartość sygnalizacyjną, informacyjną. Inwestorzy uważają działania zarządu za sygnały o przewidywanych przez zarząd zmianach w sytuacji spółki.⁹ Uczestnicy rynku, w efekcie asymetrii informacji oraz działania efektu sygnalizacji, w różny sposób reagują na nowe emisje różnych rodzajów papierów wartościowych. Już sama zapowiedź emisji papierów wartościowych może mieć wpływ na kształtowanie się cen papierów wartościowych znajdujących się w obiegu.¹⁰

Emisja obligacji jest odbierana przez rynek jako sygnał pozytywny. Decyzja kierownictwa firmy, dotycząca powiększenia zadłużenia, w opinii uczestników rynku, może być podjęta tylko wtedy, gdy perspektywy rozwoju są na tyle dobre, że firma będzie w stanie obsłużyć nowy dług.¹¹ Decyzje zwiększające udział długu w kapitale przedsiębiorstwa są odbierane jako zapowiedź przyszłych wysokich operacyjnych przepływów netto, dzięki którym możliwa będzie obsługa zaciąganych zobowiązań. Spotyka się to z pozytywną reakcją rynku i wówczas ceny akcji rosną. Spadek udziału długu w kapitale odczytywany jest jako sygnał pogarszającej się sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa.

Emisja akcji dokonana zostanie, gdy kierownictwo, bazując na swojej wiedzy, uzna, że dotychczasowe akcje znajdujące się w obiegu są wysoko wycenione. Emisja nowych akcji, gdy dotychczasowe są przewartościowane, pozwala obniżyć koszt pozyskania nowego kapitału własnego. Inwestorzy są jednak świadomi asymetrii informacyjnej i zawartości sygnalizacyjnej działań zarządu i fakt emitowania akcji odczytują więc jako sygnał zbyt wysokiej wyceny przez rynek i odpowiednio ją skorygują. Dlatego też emisja akcji jest z reguły interpretowana jako

⁸ M. Jerzemska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 112–126.

⁹ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996, s. 227.

¹⁰ A. Dulinić, *op. cit.*, s. 35.

¹¹ M. Jerzemska, *op. cit.*, s. 118. Stwierdzenie takie było możliwe dzięki wynikom przeprowadzonych w latach 80. XX wieku na rynku amerykańskim badań dotyczących wpływu decyzji przedsiębiorstwa w zakresie struktury kapitałów na ceny akcji tych przedsiębiorstw. Por. A. Dulinić, *op. cit.*, s. 34–37.

sygnał negatywny.¹² Przekonanie o takich motywach zarządu (wykorzystanie sytuacji przeszacowania akcji) stanowi zły sygnał dla potencjalnych inwestorów i dokonanie emisji prowadzić może do spadku notowań i urealnienia wartości papierów wartościowych, które były przedmiotem nowej emisji.¹³

Teoria hierarchii źródeł finansowania została sformułowana przez S. Myersa oraz N. Majlufa w 1984 roku.¹⁴ *Pecking order theory* ma zastosowanie w sytuacji, gdy zmianie ulega nie tylko struktura, ale i wielkość kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo. Biorąc pod uwagę możliwe zachowania inwestorów (wynikające z asymetrii informacji oraz hipotezy sygnalizacyjnej) oraz koszty związane z pozyskaniem kapitałów, zasady finansowania przedsiębiorstw zgodnie z teorią hierarchii są następujące¹⁵:

- preferowane są wewnętrzne źródła powiększania kapitału, tj. zatrzymane zyski,

- jeżeli zyski zatrzymane są niewystarczające, wówczas firma emituje dłużne papiery wartościowe, a dopiero w ostateczności akcje.

Potrzeba zastosowania wskazanej hierarchii źródeł finansowania powstaje, gdyż menedżerowie, przewidując reakcje inwestorów na ogłoszone nowe emisje własnościowych papierów wartościowych, mogą nawet rezygnować z inwestycji, które będą finansowane nowym kapitałem akcyjnym. Żeby uniknąć takiej sytuacji, menedżerowie w pierwszej kolejności wykorzystują zyski zatrzymane. W ten sposób mniejsze są też koszty pozyskania nowego kapitału oraz nie występują problemy asymetrii informacji, które oddziaływałyby na zmniejszanie kursu akcji. W następnej kolejności wykorzystywany jest kapitał dłużny, gdyż pomimo wystąpienia kosztów pozyskania tego rodzaju kapitału, efekty sygnalizacji generują dla przedsiębiorstw korzyści.

W świetle tego modelu, firmy zyskowe wykorzystują zyski zatrzymane do finansowania inwestycji i w mniejszym stopniu korzystają z zewnętrznych kapitałów. Dlatego też zyskowe firmy charakteryzują się niskimi wskaźnikami zadłużenia. Natomiast w sytuacji gdy inwestycje przekraczają wartość bieżących i zatrzymanych zysków, firma w pierwszej kolejności emituje dłużne papiery wartościowe. W firmach realizujących większy zakres inwestycji wskaźniki zadłużenia mogą być wyższe w stosunku do tych firm z mniejszym zakresem inwestycji.

¹² M. Jerzemska, *op. cit.*, s. 114–115.

¹³ A. Duliniec, *op. cit.*, s. 129.

¹⁴ S. C. Myers, *Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39; S. C. Myers, N. Majluf, *Corporate Financing and Investment When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 12 oraz S. C. Myers, *The Search for Optimal Capital Structure*, [w:] J. M. Stern, D. H. Chew, *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell 1986.

¹⁵ A. Duliniec, *op. cit.*, s. 130.

TEORIA HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA A WYPŁATA DYWIDEND
Dividend payout ratio in pecking order theory

W teorii hierarchii źródeł finansowania uwzględniane są dwa rodzaje czynników: koszty transakcyjne pozyskania nowego kapitału oraz asymetria informacji generująca efekty sygnalizacji.

Wydaje się, że teoria hierarchii źródeł finansowania nie wyjaśnia, dlaczego firmy wypłacają dywidendy i że według tej teorii dywidendy nie powinny być wypłacane. Jednak skoro firmy decydują się na wypłatę dywidendy, to teoria hierarchii źródeł finansowania winna ten fakt uwzględnić.

W najprostszym ujęciu modelu *pecking order theory*, w przypadku realizowania projektów inwestycyjnych, pierwszym źródłem ich finansowania są wypracowane dochody. Jeżeli pozostaje jakaś nadwyżka dochodu nad wielkością inwestycji, to wówczas wypłacana jest dywidenda. Takie rozwiązanie implikuje stosowanie polityki dywidend rezydualnych. Jednak, jak zwraca uwagę Myers (1984), dywidendy w krótkim okresie (z nieznanых powodów) są sztywne¹⁶, wskazując, że w sytuacji gdy inwestycje są wyższe od wypracowanych dochodów (po korekcie o wypłacone dywidendy), koniecznym do pozyskania kapitałem będzie kapitał zewnętrzny.

Ponieważ finansowanie inwestycji zewnętrznym kapitałem jest droższe, wypłaty dywidendy są mniej atrakcyjne dla firm z niskimi rentownymi aktywami, dużymi bieżącymi i oczekiwanymi inwestycjami i wysokim zadłużeniem. Dywidendy są więc niższe w przypadku mniejszej zyskowności, wyższych inwestycji i wysokiego zadłużenia. Dużo łatwiej zdecydować się na wyższą wypłatę dywidendy w sytuacji firmy zyskowej z niskim poziomem planowanych inwestycji i niskim zadłużeniem.

Dążenie do unikania kosztów pozyskania kapitału zewnętrznego powoduje pewne konsekwencje dla wysokości wypłat dywidend. W sytuacji gdy inwestycje są wyższe od dochodów, utrzymywanie niskich poziomów zadłużenia jest możliwe, gdy firmy wypłacające dywidendę utrzymują ich wysokość na niskim poziomie. Firmy niewypłacające dywidendy powinny się w sytuacji wyższych inwestycji powstrzymać od rozpoczęcia wypłacania dywidend. W *pecking order theory* zadłużenie rośnie, gdy wartość inwestycji przekracza wielkość zatrzymanych zysków, a spada gdy inwestycje są mniejsze niż zatrzymane zyski. Poziom zadłużenia jest więc mniejszy dla dużych zyskowych firm z relatywnie (w stosunku do poziomu zysku) niewielkimi inwestycjami, a poziom zadłużenia jest wyższy dla firm z dużymi inwestycjami. Nadmienić należy, że zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania, firmy nie posiadają docelowych wskaźników zadłużenia, a pojawienie się zadłużenia jest wynikiem sytuacji, w której wyso-

¹⁶ S. C. Myers, *The Capital Structure Puzzle...*

kość dochodów jest niewystarczająca do sfinansowania przyjętych do realizacji projektów inwestycyjnych.

Można zatem stwierdzić, że firmy wypłacające dywidendy to są te firmy, które mają wyższe zyski w stosunku do inwestycji. Natomiast firmy, które nie wypłacają dywidend, z zasady mają większe inwestycje w stosunku do dochodu. Brak wypłaty dywidendy i zatrzymane zyski są bowiem wykorzystywane jako pierwsze źródło finansowania inwestycji i niskie dywidendy pozwalają utrzymać niskie wskaźniki zadłużenia. Firmy z nadwyżkowymi inwestycjami w stosunku do dochodów płacą niższe dywidendy, żeby zachować zdolność do pozyskania długu na lepszych warunkach na przyszłe inwestycje.

Nadmienić także należy, że asymetria informacji i związany z nią efekt sygnalizacji wiąże się nie tylko z finansowaniem nowym kapitałem zewnętrznym. Również decyzje o wysokości wypłaty dywidendy, w związku z istnieniem asymetrii informacyjnej, posiadają swoją zawartość sygnalizacyjną. Prowadzone badania empiryczne w zakresie testowania wpływu dywidend na wartość akcji (a zatem na stopę dochodu oraz koszt kapitału akcyjnego) nie doprowadziły do ostatecznego rozstrzygnięcia.¹⁷ Wieloaspektowość zjawiska powoduje, że wyizolowanie wpływu jednego czynnika (dywidendy) na badaną wielkość (cena akcji) jest niekiedy niemożliwe.¹⁸ Ceny akcji kształtują się pod wpływem wielu czynników. Próby uchwycenia zależności pomiędzy dywidendą a cenami akcji pomijają zazwyczaj wpływ wielu niemierzalnych czynników.¹⁹ Reakcje te mogą zostać wyjaśnione przy wykorzystaniu efektu klienteli lub też hipotezy o redystrybucji majątku.²⁰

PODSUMOWANIE

Conclusions

Zarówno model *trade-off*, jak i model *pecking order* mają takie same przewidywania co do wysokości dywidend. Obydwie teorie mogą więc wyjaśniać sytuacje, w których firmy bardziej zyskowne wypłacają wyższe dywidendy, a firmy zyskowne, ale z dużymi inwestycjami, mają niższe wskaźniki wypłat dywidend. Również obydwie teorie mogą służyć do wyjaśnienia sytuacji, w których firmy mało dochodowe wypłacają mniejsze dywidendy.

¹⁷ Informacje na temat badań empirycznych zawarte są w: E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *op. cit.*, t. 1, s. 593 i n. oraz M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 149 i n.

¹⁸ M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 149

¹⁹ Szerzej na temat problemów związanych z badaniami M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 149.

²⁰ Szerzej na ten temat: E. M. Wrońska, *Polityka dywidend*, [w:] *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, pod red. P. Karpusia, UMCS, Lublin 2006, s. 328 i n.

Trade-off theory i *pecking order theory* prowadzą więc do takich samych wniosków. Obydwa modele zakładają więc podobne zachowania firm w podobnych sytuacjach, przy tym czynniki determinujące te zachowania w obydwu teoriach są odmienne.

W teorii substytucji bardziej zyskowne firmy mają większe potrzeby dyscyplinowania zarządu dywidendami (w związku z problemami agencji wolnych przepływów pieniężnych) i większe są wówczas wypłaty dywidend. Natomiast w modelu hierarchii źródeł finansowania wysoce zyskowne aktywa pozwalają firmom płacić wyższe dywidendy i jednocześnie utrzymywać zdolność do finansowania inwestycji.

W przypadku firmy zyskowej z wysokim poziomem inwestycji, dywidendy będą charakteryzowały się mniejszym poziomem. Teoria substytucji wyjaśnia to na bazie braku potrzeby dyscyplinowania zarządu wypłatami dywidend (ponieważ konieczność realizowania inwestycji jest wystarczającym czynnikiem dyscyplinującym zarząd), natomiast teoria hierarchii źródeł finansowania wyjaśnia to potrzebą utrzymania zdolności zadłużeniowej.

Te wnioski dotyczące dywidend w świetle teorii substytucji i hierarchii źródeł finansowania zostały potwierdzone w teście przeprowadzonym przez E. F. Fama, K. R. French.²¹ Wyniki tych badań potwierdzają, że bardziej zyskowne firmy wypłacają wyższe dywidendy, a firmy z większymi inwestycjami mają niższe wskaźniki wypłat dywidend. Wyniki badań wskazały, że firmy, które nie wypłacają dywidend, z zasady mają większe inwestycje w stosunku do dochodu. Dodatkowo stwierdzono, że wskaźnik wypłat dywidendy (*dividend payout ratio*, tj. relacja dywidendy do zysku netto) jest dodatnio skorelowany z zyskowością, a negatywnie skorelowany z możliwościami inwestycyjnymi. W badaniach stwierdzono także, że występuje ujemny związek wielkości dywidend z poziomem zadłużenia, a dodatni związek między wskaźnikiem wypłaty dywidendy a wielkością firmy.

SUMMARY

The two major financial decisions a firm makes refer to its dividend policy and its capital structure. But most theories of dividend policy differ from theories of capital structure. It means that literature treats dividend policy and capital structure as two distinct financial policy variables. However, there are common factors affecting both of them and that corporations treat them both as a part of an integrated financial policy determination. The two dominant capital structure theories are the trade-off theory and the pecking order theory. They can be used to explain the level of dividend payout.

²¹ E. F. Fama, K. R. French, *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, www.ssrn.com/paper, working paper nor 506, December 2000.

The analysis carried out in this article are driven by the belief that the same factors affect capital structure and dividend policy. In the trade-off model, dividends are driven by bankruptcy costs and agency costs of free cash flow. In the pecking order theory, dividends are driven by the costs of issuing new capital (debt or equity) and by asymmetric information.

The discussion of the impact of the trade-off and the pecking order models on a dividend focuses on the prediction how the dividend payout ratio varies with profitability and investment opportunities. As a result of the theoretical analysis it is possible to state that though motivated by different forces, the two models share predictions about the level of the dividend payout ratio.