

Elżbieta Maria Wrońska

Zawartość informacyjna dywidendy

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 139-145

2009

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

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ZAWARTOŚĆ INFORMACYJNA DYWIDENDY

Wprowadzenie

Artykuł porusza tematykę możliwości wykorzystywania dywidend jako sygnałów o sytuacji podmiotu. W literaturze przedmiotu dość powszechnie opisywane jest zjawisko pozytywnych reakcji akcjonariuszy na informacje o wypłacie dywidend. Sytuację tę można wyjaśnić faktem, że w dywidendach zawarta jest informacja o przewidywaniach zarządu o przyszłych przewidywanych wynikach działania.

Wyniki badań w zakresie sygnalizacyjnej roli dywidend zawarte są dotychczas wyłącznie w anglojęzycznej literaturze przedmiotu. Stwierdzony brak badań w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego spowodował, że z praktycznego jak i teoretycznego punktu widzenia ważne jest przeprowadzenie badań empirycznych mających na celu analizę związku dywidend z wynikami finansowymi podmiotu.

Istota hipotezy sygnalizacji dywidend

Informacja wpływa na efektywną alokację zasobów w gospodarce rynkowej poprzez fakt, że jest ona wykorzystywana przez podmioty posiadające nadwyżki środków pieniężnych w procesie ich lokowania. Informacje są wykorzystywane także przez podmioty dążące do pozyskania środków na finansowanie realizowanych projektów. W procesie lokowania środków normą jest, że menedżerowie dysponują lepszymi informacjami na temat projektu. Przyczyn tej różnicy w wiedzy, jak i 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.

Stąd też instytucje publiczne funkcjonujące w gospodarce rynkowej zobowiązane są do tworzenia warunków do ujawniania wiarygodnych informacji, w szczególności tych będących dostępnymi menedżerom, a niedostępnymi społeczności inwestorskiej. Jest wiele form przekazywania informacji rynkowi finansowemu przez menedżerów. Jedną z tych form jest publikowanie sprawozdań finansowych¹. W przypadku podmiotów notowanych

¹ Zasady ogłaszania sprawozdań finansowych reguluje rozdział 7 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. DzU nr 121, poz. 591 z późn. zm.

na giełdzie papierów wartościowych dodatkowo dotyczy to publikowania raportów bieżących i raportów okresowych².

Menedżerowie realizując obowiązek publikowania informacji o spółce często traktują to jako możliwość kształtowania sposobu postrzegania spółki przez inwestorów. Bowiem postrzeganie spółki przez społeczność inwestycyjną jest dla przedsiębiorstwa istotne z punktu widzenia chociażby powodzenia nowej emisji akcji czy obligacji. Z tego względu menedżerowie nie tylko wypełniają ustawowe obowiązki, ale często też mają motywację do dobrowolnego ujawniania dodatkowych informacji w celu redukcji asymetrii informacyjnej. W tym celu wykorzystywane są także inne formy niż sprawozdania finansowe, raporty bieżące czy okresowe. Tymi innymi formami komunikowania się z rynkiem jest podejmowanie określonych działań związanych z obecnością na rynku kapitałowym np.: emitowanie czy też wykup akcji, emitowanie obligacji, wypłata dywidend. Działania te są traktowane przez społeczność inwestycyjną jako sygnały o obecnych i przyszłych perspektywach działania podmiotu świadomie wysyłane przez menedżerów.

Dalsza część pracy koncentrować się będzie na dywidendach jako sygnałach wysyłanych przez menedżerów. Przesłanką badań nad hipotezą sygnalizacji dywidend było spostrzeżenie, że rynki finansowe pozytywnie reagują wzrostem cen akcji na wzrost dywidend. Jako pierwszy spostrzeżenia tego dokonał Lintner, który zauważył, że firmy tylko wtedy zwiększają dywidendy kiedy menedżerowie wierzą, że dochody permanentnie wzrosły³. Następnie Modigliani i Miller budując model polityki dywidend w warunkach doskonałego rynku kapitałowego zasugerowali, że dywidendy mogą przewodzić informacje o przyszłych przepływach pieniężnych, jeśli rynek kapitałowy nie jest doskonały⁴.

Jako pierwszy wyjaśnienie polityki dywidend oparte na asymetrii informacyjnej sformułował Bhattacharya⁵. Do znanych opracowań teoretycznych hipotezy sygnalizacji dywidend zaliczyć też można opracowania Millera i Rocka⁶ oraz Johna i Williamsa⁷. Wspólną cechą tych opracowań jest uznanie, że ze względu na fakt, że menedżerowie mają pełniejsze informacje o sytuacji spółki, to swoją wiedzę sygnalizują rynkowi poprzez decyzje doty-

² Regulowane jest to Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych. DzU nr 209, poz. 1744, które jest aktem wykonawczym do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. DzU nr 184, poz. 1539.

³ J. Lintner: *Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*. „Quarterly Journal of Economics” 1956, nr 78.

⁴ M.H. Miller, F. Modigliani: *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. „Journal of Business” 1961, nr 34.

⁵ S. Bhattacharya: *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*. „Bell Journal of Economics” 1979, vol. 10 oraz S. Bhattacharya: *Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy*. „The Quarterly Journal of Economics” 1980, vol. 95.

⁶ M. Miller, K. Rock: *Dividend Policy under Asymmetric Information*. „The Journal of Finance” 1985, vol. 40.

⁷ K. John, J. Williams: *Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium*. „Journal of Finance” 1985, vol. 40.

czące poziomu dywidend. Im lepsze informacje o sytuacji spółki, tym wyższe dywidendy⁸. Sygnały w postaci działań mają więcej wiarygodności niż słowo mówione lub publicznie dostępne informacje. Z ich analiz wynika, że zwiększanie dywidend jest postrzegane jako pozytywny sygnał, komunikujący społeczności inwestycyjnej, że firma ma silną przyszłość i może pozwolić sobie na zwiększenie wydatków pieniężnych.

Hipoteza zawartości informacyjnej dywidend w świetle badań empirycznych

Hipoteza sygnalizacji dywidend zawiera ważne implikacje, które w przeszłości były wielokrotnie przedmiotem analiz teoretycznych i były testowane empirycznie. Do najważniejszych implikacji hipotezy sygnalizacji dywidend zaliczyć można następujące stwierdzenia:

- zmiany dywidend wiążą się ze zmianami w przyszłych dochodach w tym samym kierunku,
- zmianom dywidend towarzyszy zmiana kursu akcji w tym samym kierunku.

Z powyższych implikacji wynikają dwa obszary analiz:

- 1) obszar traktowania dywidendy przez menedżerów jako sygnału o dochodach, wówczas koniecznym jest stworzenie przez menedżerów trwałych powiązań między dochodami firmy a dywidendą;
- 2) obszar traktowania dywidendy przez inwestorów jako sygnału o dochodach, wówczas koniecznym jest dostrzeganie przez inwestorów związku między dochodami przedsiębiorstwa a dywidendą.

Aby menedżerowie i akcjonariusze mogli traktować dywidendę jako sygnał o przyszłych dochodach, podmioty gospodarcze winny nadać dywidendom określoną zawartość informacyjną (*information content hypothesis*). Chodzi o to by powiązać dywidendy z tymi czynnikami, o poziomie których firmy chcą wysłać sygnały. Jeżeli dywidendy mają sygnalizować zyski to menedżerowie, podejmując decyzje o poziomie dywidendy, powinni ją powiązać z poziomem zysków. Istnienie tego związku (posiadanie przez dywidendy zawartości informacyjnej) jest warunkiem koniecznym dla zaistnienia sygnalizacyjnej roli dywidend na rynku kapitałowym i oddziaływania na zachowania inwestorów.

Hipoteza zawartości informacyjnej dywidend była przedmiotem wielu badań empirycznych. Jednak wyniki tych analiz nie pozwalają na jednoznaczne potwierdzenie teoretycznych rozważań, zakładających, że wzrost dywidendy jest pozytywnie skorelowany ze wzrostem w przyszłych dochodach. Najważniejsze wyniki badań zestawić można w trzy następujące grupy:

⁸ Zgodnie ze spostrzeżeniami Lintnera zależność ta nie zachodzi w drugą stronę, to znaczy, że pogorszenie perspektyw nie przekłada się na zmniejszenie dywidend, ponieważ menedżerowie mają tendencję do wygładzania (smooth) poziomu dywidend i niechętnie decydują się na obniżanie dywidend. Oznacza to, że dywidendy wykazują znacznie mniejsze wahania niż zyski.

- 1) badania Watta⁹, Gonedesa¹⁰ i Penmana¹¹, którzy stwierdzili istnienie pozytywnej ale niskiej zależności między dywidendami a przyszłymi wynikami;
- 2) analizy Healy'ego i Palepu¹², którzy zauważyli istnienie pozytywnej i silnej zależności między dywidendami i przyszłymi zyskami;
- 3) badania Benartziego, Michaely'ego i Thalera¹³, którzy zauważyli, że dywidendy rosły jako skutek wzrostu zysków w przeszłości, ale nie byli w stanie stwierdzić związku między wzrostem dywidend i wzrostem przyszłych zysków.

Dotychczasowe analizy teoretyczne wskazują na istotną rolę dywidend w procesie komunikowania się spółki z rynkiem kapitałowym. W tym kontekście niejednoznaczność wyników badań empirycznych w zakresie sygnalizacyjnej roli dywidend skłoniły autorkę niniejszego opracowania do zbadania zawartości informacyjnej dywidend w warunkach polskich.

Empiryczna weryfikacja hipotezy zawartości informacyjnej dywidend w warunkach polskich

Przedmiotem analiz dla potrzeb niniejszego opracowania jest określenie związku między dywidendami a różnymi miarami efektów działania (zyskiem netto, zyskiem operacyjnym, przepływami pieniężnymi netto, operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto).

Przeprowadzone badania i ich wyniki pozwolą stwierdzić czy istnieje związek między dywidendami a dochodami. Pozwoli to stwierdzić, czy dywidendy posiadają zawartość informacyjną i czy mogą być wykorzystywane przez menedżerów i jednocześnie traktowane przez inwestorów jako sygnał o dochodach.

Badaniami objęto spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Do badań dobrano 8 podmiotów reprezentujących branżę chemiczną zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Przy doborze spółek kierowano się kryterium konieczności zapewnienia danych finansowych ze sprawozdań finansowych badanych spółek w analizowanym okresie 2002–2007.

Badając zależność między dywidendami a uzyskiwanymi przez badane podmioty wynikami, w pierwszej kolejności dokonano analizy zależności między dywidendą wypłaconą w danym roku z zysku roku poprzedniego a wynikami uzyskiwanymi w roku wypłaty dywidendy. Ujęcie takie uwzględnia opóźnienie czasowe wypłat dywidend w stosunku do

⁹ R. Watts: *The Information Content of Dividend*. „Journal of Business” 1973, vol. 46.

¹⁰ N.J. Gonedes: *Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items*. „Journal of Accounting Research” 1978, vol. 16.

¹¹ S.H. Penman: *The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends*. „Journal of Finance” 1983, vol. 38.

¹² P.M. Healy, K.G. Palepu: *Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions*. „Journal of Financial Economics” 1988, vol. 21.

¹³ S. Benartzi, R. Michaely, R. Thaler: *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past*. „Journal of Finance” 1997, vol. 52. Por. także S. Benartzi, G. Grullon, R. Michaely, R. Thaler: *Changes in Dividends (Still) Signal the Past*, working paper, Cornell University, 2002.

roku obrotowego, w którym generowany jest wynik finansowy, będący podstawą ustalenia wysokości dywidendy. Istnieje więc możliwość, że podejmując decyzję o wypłacie dywidendy, menedżerowie jej wysokość będą w większym stopniu wiązać z wynikami bieżącego roku obrotowego niż z wynikami zamkniętego roku obrotowego.

Następnie dokonano analizy zależności między dywidendą a wynikami uzyskiwanymi w roku następnym w stosunku do roku wypłaty dywidendy. Ujęcie takie uwzględnia możliwość, że podejmując decyzję o wypłacie dywidendy, menedżerowie jej wysokość będą w większym stopniu wiązać z oczekiwanymi wynikami następnego roku obrotowego niż z wynikami zamkniętego roku obrotowego czy też bieżącego.

W następnej kolejności dokonano analizy zależności między dywidendą a wynikami, będącymi podstawą ustalenia wysokości dywidendy. Ujęcie takie uwzględnia możliwość, że podejmując decyzję o wypłacie dywidendy, menedżerowie jej wysokość będą w większym stopniu wiązać z wynikami zamkniętego roku obrotowego.

Jako ostatnią przeprowadzono analizę zależności między dywidendą a wynikami z roku poprzedzającego w stosunku do roku będącego podstawą ustalenia wysokości dywidendy. Ujęcie takie uwzględnia możliwość, że podejmując decyzję o wypłacie dywidendy, menedżerowie jej wysokość będą w większym stopniu wiązać z wynikami osiągniętymi dwa lata przed rokiem wypłaty dywidendy.

Poziomy wskaźników korelacji między dywidendą a różnymi miarami wyników finansowych dla całej badanej próby zostały zaprezentowane w tabeli 1.

Tabela 1

Wskaźniki korelacji między dywidendami a miarami efektów działania

| | Wyniki uzyskiwane w roku wypłaty dywidendy | Wyniki uzyskiwane w roku następnym w stosunku do roku wypłaty dywidendy | Wyniki z roku poprzedzającego rok wypłaty dywidendy | Wyniki sprzed dwu lat w stosunku do roku wypłaty dywidendy |
|--------------------------------|--|---|---|--|
| Zysk netto | 0,175 | 0,106 | 0,892 | -0,036 |
| Zysk operacyjny | 0,258 | -0,519 | 0,938 | 0,227 |
| Przepływy pieniężne netto | -0,769 | 0,527 | -0,557 | 0,746 |
| Operacyjne przepływy pieniężne | 0,050 | 0,755 | 0,662 | -0,46 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych finansowych dla badanych spółek.

Z wyżej zaprezentowanych wskaźników analizy zależności między dywidendą wypłacaną w danym roku z zysku roku poprzedniego a wynikami uzyskiwanymi w roku wypłaty dywidendy wynika, że dla badanej grupy podmiotów najsilniejszy związek zachodzi między dywidendą a przepływami pieniężnymi netto. Przy czym związek ten w przypadku badanych podmiotów ma charakter ujemny, co oznacza, że zwiększenie wypłaty dywidend

zmniejsza poziom przepływów pieniężnych netto. Jest to o tyle naturalne, że wypłata dywidend dokonywana jest właśnie w danym roku i zmniejsza środki pieniężnego tego roku.

Dla analizy zależności między dywidendą a wynikami uzyskiwanymi w roku następnym w stosunku do roku wypłaty dywidendy wynika, że w przypadku badanych podmiotów branży chemicznej najsilniejszy związek zachodzi między dywidendą a operacyjnymi przepływami pieniężnymi oraz przepływami pieniężnymi netto. Może to oznaczać, że menedżerowie analizowanych spółek wypłacając w danym roku dywidendę w większym stopniu uwzględniają możliwości generowania środków pieniężnych z działalności operacyjnej w roku następującym po wypłacie dywidendy. Zauważyć też należy silną, ale ujemną zależność między dywidendami a zyskiem operacyjnym jaka występuje w przypadku badanych podmiotów.

We wszystkich analizowanych przypadkach spółek branży chemicznej dla zależności między dywidendą a wynikami będącymi podstawą ustalenia wysokości dywidendy występuje silny związek, co oznacza, że na poziom dywidendy w dużym stopniu wpływają wyniki roku, po zakończeniu którego dywidenda jest wypłacana. Zauważyć jednak należy, że w przypadku związku między dywidendą a przepływami pieniężnymi netto dla badanych podmiotów zależność ta ma charakter ujemny, podczas gdy w przypadkach pozostałych relacji występuje zależność dodatnia.

Z analizy dotyczącej wyników uzyskiwanych przez badane przedsiębiorstwa sprzed dwu lat w stosunku do momentu wypłaty dywidendy wynika, że występuje silny dodatni związek między dywidendami a przepływami pieniężnymi netto występującymi dwa lata przed wypłatą dywidendy.

Podkreślić należy, że w badanej grupie najwięcej wskaźników korelacji wskazujących swych poziomem na silną zależność odnosi się do sytuacji gdy badany jest związek między dywidendą a wynikami będącymi podstawą jej ustalenia (tj. roku poprzedniego w stosunku do roku wypłaty). Oznacza to, że w przypadku badanych podmiotów dywidendy zawierają w sobie informacje o przeszłych wynikach i mogą być wykorzystane jako sygnał tylko tych wyników. W tym kontekście wydaje się prawdziwe stwierdzenie Miller'a „dividends are better described as lagging earnings than as leading earnings”¹⁴.

Podsumowanie

Przesłanką badań nad hipotezą sygnalizacji dywidend było spostrzeżenie, że rynki finansowe pozytywnie reagują wzrostem cen akcji na wzrost dywidend. Wspólną cechą analiz teoretycznych dotyczących hipotezy sygnalizacyjnej dywidend jest uznanie, że ze względu na fakt, że menedżerowie mają pełniejsze informacje o sytuacji spółki, to swoją wiedzę sygnalizują rynkowi poprzez decyzje dotyczące poziomu dywidend.

¹⁴ M. Miller: *The information content of dividends*. W: *Macroeconomics: Essays in Honor of Franco Modigliani*. Red. J. Bessons, R. Dornbush and S. Fischer. MIT Cambridge 1987.

Jednak aby menedżerowie i akcjonariusze mogli traktować dywidendę jako sygnał o przyszłych dochodach, podmioty gospodarcze winny nadać dywidendom określoną zawartość informacyjną (*information content hypothesis*), czyli powiązać dywidendy z tymi czynnikami, o poziomie których chcą wysyłać sygnały. Hipoteza zawartości informacyjnej dywidend była przedmiotem wielu badań empirycznych. Jednak wyniki tych analiz nie pozwalają na jednoznaczne potwierdzenie teoretycznych rozważań, zakładających, że wzrost dywidendy jest pozytywnie skorelowany ze wzrostem w przyszłych dochodach.

Niejednoznaczność wyników badań empirycznych w świetle teoretycznego sformułowania hipotezy sygnalizacyjnej dywidend skłoniły autorkę niniejszego opracowania do zbadania zawartości informacyjnej dywidend w warunkach polskich. Przedmiotem analiz dla potrzeb niniejszego opracowania jest określenie związku między dywidendami a różnymi miarami efektów działania (zyskiem netto, zyskiem operacyjnym, przepływami pieniężnymi netto, operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto). Badaniem objęto 8 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podkreślić należy, że dla badanej grupy podmiotów najwięcej wskaźników korelacji wskazujących swych poziomem na silną zależność odnosi się do sytuacji gdy badany jest związek między dywidendą a wynikami będącymi podstawą jej ustalenia (tj. roku poprzedniego w stosunku do roku wypłaty). Oznacza to, że w przypadku badanych podmiotów dywidendy zawierają w sobie informacje i są to informacje o przeszłych wynikach. Oznacza to, że w tych spółkach dywidendy mogą być wykorzystane wyłącznie jako sygnały przeszłych wyników finansowych.

THE INFORMATION CONTENT OF DIVIDEND

Summary

This paper surveys the subject of signaling hypothesis of dividend. The theoretical analysis indicates that changes in dividend policy are triggered by the firm's need to signal their perspective and prospect financial outcome to the capital market. If managers know more about the true value of their firm, dividends can be used to convey that information to the market. Empirical evidence suggests that the dividend signaling hypothesis is not so obvious. The relation between dividend and subsequent earnings is ambiguous.

The author of this paper examined 8 Polish firms to calculate coefficient ratio between dividend and earnings (net profit, operating profit, net cash flow, operating cash flow). This gave grounds to state that in the case of analysed companies there is no positive relation between dividend and future earnings. However, there is strong evidence that dividend contain information about past earning. It seems to be a lot of truth in Miller's statement that „dividends are better described as lagging earnings than as leading earnings”.