



Bartłomiej Jabłoński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
bartlomiej.jablonski@ue.katowice.pl

Jacek Kuczowicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
jacek.kuczowicz@ue.katowice.pl

MAKROEKONOMICZNE DETERMINANTY POLITYKI DYWIDEND

Streszczenie: Spośród długiej listy determinant polityki dywidend, najlepiej opisane są w literaturze czynniki mikroekonomiczne. W artykule zwrócono uwagę na pozostałe uwarunkowania decyzji dywidendowych spółek, w szczególności te o charakterze makroekonomicznym. Przedstawiono wyniki badań nad wpływem uwarunkowań makrootoczenia na politykę dywidend spółek. Badaniami objęto 48 spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2002-2013.

Słowa kluczowe: dywidenda, inflacja, PMI, PKB, nastroje gospodarcze.

Wprowadzenie

Czynniki mające wpływ na możliwość wypłaty przez przedsiębiorstwo dywidendy przypisuje się do trzech grup determinant: mikroekonomicznych, makroekonomicznych oraz trzeciej – niejednoznacznie sklasyfikowanej – nazywanej często grupą rynkową. Opisane są one tak w literaturze międzynarodowej [m.in. Lintner, 1956; DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2000; Grullon, Ikenberry, 2000; Guay, Harford, 2000; Jagannathan, Stephens, Weisbach, 2000; Fama, French, 2001; Brav, Graham, Harvey, Michaely, 2005; Ferris, Sen, Pei Yui, 2006; von Eije, Megginson, 2006; 2008], jak i krajowej [m.in. Sierpińska, 1999; Szablewski, 2003; Szablewski, Tuzimek, 2006; Jabłoński, 2010; Kowerski, 2011; Horbaczewska, 2012; Słoński, 2012; Tuzimek, 2013; Jabłoński, Kuczowicz, 2014]. Bogate badania w tym obszarze dotyczą głównie czynników mikroekonomicznych ze szczególnym uwzględnieniem zysków podmiotu, przepływów pieniężnych, wielkości przedsiębiorstwa oraz jego wieku. Czynniki makroekonomiczne oraz rynkowe opisywane są w literaturze przedmiotu rzadziej, podobnie jak badania ich dotyczące.

Artykuł skupia się na makroekonomicznych determinantach decyzji dywidendowych spółek. Celem artykułu jest prezentacja wyników badań mających na celu weryfikację hipotez o braku istotnych statystycznie korelacji między czynnikami makroekonomicznymi, a wielkością i stopą wypłaty dywidendy. Badania objęły spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wchodzące w skład indeksu WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 w latach 2002-2013, z pominięciem spółek finansowych.

1. Makroekonomiczne oraz rynkowe determinanty polityki dywidend

Analiza literatury przedmiotu i wskazywana w niej znaczna liczba czynników determinujących politykę dywidend – a nawet szerzej, politykę wypłat – pozwalają stwierdzić, że określenie zestawu parametrów wpływających na politykę dywidend, który byłby uniwersalny dla każdego przedsiębiorstwa, jest praktycznie niemożliwe. Parametry, takie jak przepływy środków pieniężnych, zysk netto i jego stabilność, dostępność gotówki, potrzeba zachowania kontroli nad podmiotem, awersja zarządu do zwiększania zadłużenia, rentowność kapitału własnego, struktura kapitału, planowany skup akcji, preferencje inwestorów co do otrzymywanych dywidend, cykl życia przedsiębiorstwa, dostępne projekty inwestycyjne itp., zalicza się do determinant mikroekonomicznych.

Z kolei do czynników makroekonomicznych determinujących podział wyniku finansowego przez spółkę zalicza się inflację, produkt krajowy brutto, PMI, dynamikę inwestycji, zmiany poziomu notowań waluty danego kraju, dynamikę eksportu i importu oraz pozostałe jak nastroje gospodarcze, wskaźniki rynkowe (P/E, P/BV) czy też koniunkturę na rynku kapitałowym. Zdaniem autorów do najważniejszych należy zaliczyć zmiany poziomu inflacji, PKB, PMI, nastroje gospodarcze, wskaźniki rynkowe oraz stan rynku kapitałowego, dlatego zostały one poddane badaniom oraz analizie.

Inflacja, czyli wzrost poziomu cen w gospodarce, prowadzi do pogłębienia zmian wartości pieniądza w czasie. Jej wysokie poziomy (dwucyfrowy wzrost cen w skali rocznej) oraz spadek cen (deflacja) są szczególnie niebezpieczne dla gospodarki, podmiotów oraz gospodarstw domowych. Spółki dywidendowe funkcjonujące w warunkach wysokiej inflacji niejednokrotnie zawieszają podział wyniku finansowego celem przekazania nadwyżek finansowych na inwestycje w te aktywa, które pozwolą zachować realną wartość kapitału [Skousen, 2011].

W okresach, kiedy inflacja jest na niskim poziomie i niezauważalna, stabilna polityka dywidend oznacza praktycznie wypłacanie co roku stałej dywidendy. W okresach, kiedy występuje podwyższona inflacja, inwestorzy oczekują nie

tylko rosnących zysków, ale również zmienia się ich podejście do pojęcia stabilnej polityki dywidend. Oznacza ona, że dywidendy będą rosły mniej więcej w tempie porównywalnym do tempa wzrostu zysków [Brigham, Houston, 2005, s. 201].

Produkt krajowy brutto jako jeden z podstawowych mierników dochodu narodowego opisuje zagregowaną wartość dóbr i usług finalnych wytworzonych przez okres roku w danym kraju. Badania spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za okres 1996-2009 przeprowadzone przez M. Kowerskiego [2011, s. 129-131, 271-279] potwierdzają, że sytuacja gospodarcza mierzona dynamiką zmian PKB w roku $t-1$ ma pozytywny wpływ na decyzje o wypłacie dywidendy w roku t . W szczególności dotyczy to spółek, które charakteryzują się dobrą sytuacją ekonomiczno-finansową. Zależność ta nie dotyczy spółek o gorszej niż przeciętna sytuacji ekonomiczno-finansowej. Ponadto w okresie dobrej koniunktury gospodarczej wiele spółek, które nie płaciło wcześniej dywidend, rozpoczyna ich wypłatę [Kowerski, 2011, s. 279]. Z kolei badania przeprowadzone przez W. Dębskiego i I. Bujnowicz [2008, s. 9-20] za okres 1994-2005 potwierdzają, że istnieje silna współzależność pomiędzy zmiennymi opisującymi rozwój rynku finansowego a zmiennymi opisującymi wzrost gospodarczy. Również wyniki międzynarodowych badań [więcej: Kowerski, 2011, s. 198] wskazują, że im wyższe tempo wzrostu PKB, tym większe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy.

W literaturze zauważa się również wpływ poziomu nastrojów gospodarczych przedsiębiorców na decyzje o wypłatach dywidend. Nastroje te mogą być parametryzowane w różny sposób. Przykładem mogą być wskaźniki syntetyczne obliczane przez Komisję Europejską, Instytut Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej lub indeks PMI. Indeks PMI określa się jako wskaźnik Menadżerów Logistyki polskiego sektora przemysłowego i przygotowywany jest przez podmiot badawczy Markit Economics. Obliczany jest on z wykorzystaniem ankiet sporządzanych w interwałach miesięcznych przez kadrę kierowniczą ponad 300 polskich przedsiębiorstw. Ocenie podlegają zmiany zamówień, produkcji, zatrudnienia, prędkości dostaw oraz zapasów. Odczyt powyżej 50 oznacza poprawę w stosunku do okresu poprzedniego, natomiast odczyt poniżej tej wartości pogorszenie sytuacji w przedsiębiorstwach. Z badań przeprowadzonych przez M. Kowerskiego [2011, s. 308] wynika, że im lepsze nastroje gospodarcze panowały w czerwcu danego roku, tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidend w tym samym roku.

Wskazuje się również na wpływ psychologii na zachowanie inwestorów rynku kapitałowego w zakresie polityki dywidend. Inwestorzy preferują regularne dochody w postaci dywidendy wobec niepewnego zysku ze zbycia akcji. Wzrost kwoty wypłacanej dywidendy jest sygnałem, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo wypracowania przez przedsiębiorstwo wyższych zysków i odwrotnie (tzw. efekt sygnalizacji).

W literaturze dotyczącej polityki dywidend autorzy badań uwzględniają również wskaźniki rynkowe. Parametry te obliczane są jako iloraz ceny rynkowej akcji danego podmiotu i różnych wielkości zawartych w publikowanych okresowo sprawozdaniach finansowych. Do najczęściej stosowanych wskaźników rynkowych zalicza się, takie jak cena/wartość księgowa – C/WK (ang. P/BV) oraz cena/zysk – C/Z (ang. P/E). Jednym ze składników tych wskaźników jest rynkowa cena akcji, która w znaczący sposób wpływa na zmiany w czasie ich wskazań. Dlatego są to jedyne wskaźniki, których wartości zmieniają się praktycznie z dnia na dzień, pomimo że pozostałe dane potrzebne do ich obliczenia pochodzą ze sprawozdań finansowych publikowanych co kwartał, pół roku lub rok [Jabłoński, Nawrocki, 2011, s. 102]. Wartość wskaźnika P/E oznacza okres, po upływie którego inwestor może oczekiwać zwrotu kapitału zainwestowanego w spółkę. Niskie wartości wskaźnika mogą oznaczać gorsze nastawienie inwestorów co do przyszłych wyników finansowych spółki lub skokowy wzrost zysków, który nie został jeszcze uwzględniony w notowaniach spółki. Analogicznie wysokie wartości wskaźnika mogą oznaczać znaczącą poprawę wyników finansowych spółki lub wysokie oczekiwania inwestorów względem przyszłych wyników podmiotu. Wskaźnik P/BV ukazuje relację ceny rynkowej spółki do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa przypadającego na akcjonariuszy. Często niskie wartości wskaźnika C/WK charakteryzują spółki, które nie osiągają zysku lub przechodzą trudności finansowe, a wysokie są cechą spółek o dobrej kondycji finansowej. Na wartości wskaźników C/Z i C/WK wpływa również koniunktura na rynku kapitałowym. W okresach hossy spółki charakteryzują się wysokimi wartościami obu wskaźników, co oznacza przewartościowanie spółek względem ich wyników, a w okresie bessy – niskimi wartościami, czyli ich niedowartościowaniem.

W swoich pracach H. DeAngelo, L. DeAngelo i R.M. Stulz [2006] oraz H.A.N. Al-Malkawi [2008] wykorzystali wskaźnik P/E oraz P/BV do analizy wpływu projektów inwestycyjnych na politykę dywidend. Zdaniem H.A.N Al-Malkawiego wskaźnik P/E jest dobrym wskaźnikiem opisującym możliwości inwestycyjne podmiotu, ponieważ kwantyfikuje on dokonywane przez rynek oceny przyszłych przepływów pieniężnych i dlatego spółki z wysokimi wartościami tego wskaźnika mają większe możliwości inwestycyjne, niż spółki z jego niskimi wartościami. Z kolei z badań przeprowadzonych przez R. Tuzimka [2013, s. 295] wynika, że spółki posiadające ujemne wartości wskaźnika P/E (czyli generujące straty), które wypłacają dywidendy, są wbrew zasadom ekonomii odbierane pozytywnie, pomimo że wypłata dywidendy uszczupli kapitały własne, które i tak zostaną zmniejszone przez wygenerowane straty. Jedynym logicznym uzasadnieniem takiego działania inwestorów jest wiara w to, że straty

wygenerowane przez podmiot są przejściowe, a wypłata dywidend jest tego potwierdzeniem. H. DeAngelo, L. DeAngelo oraz R.M. Stulz [2006] uważają, że im wyższa wartość wskaźnika P/BV charakteryzuje daną spółkę w roku poprzednim, tym wyższa możliwa dywidenda w roku bazowym. Ponadto z badań przeprowadzonych przez M. Bakera oraz J. Wurglera [2004, s. 271-288] wynika, że spółki posiadające wyższe wartości wskaźnika P/BV częściej wypłacają dywidendy od tych, które posiadają niskie wartości tego parametru.

Można również zauważyć istotną zależność wypłaty dywidend od zmian na rynku kapitałowym. W okresie utrzymujących się spadków cen akcji inwestorzy preferują spółki dywidendowe. Z kolei w okresie hossy na rynku kapitałowym, nie można wskazać wyraźnych preferencji inwestorów w zakresie spółek wypłacających dywidendy. Dodatkowo wypłata dywidend w okresie spadków może spowodować złagodzenie deprecjacji wartości portfela. Pomimo, że ceny akcji zostaną skorygowane o wypłaconą dywidendę, to deprecjacja cen akcji spółek dywidendowych może zostać złagodzona popytem na te instrumenty ze strony długoterminowych inwestorów preferujących dywidendy. Z badań przeprowadzonych przez M. Kowerskiego, dotyczących spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wynika, że im wyższa dynamika zmian WIG w końcu roku $t-1$ w stosunku do stanu z końca roku $t-2$, tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w roku t . Zależność ta w szczególności sprawdza się w przypadku tych podmiotów, które charakteryzują się lepszą niż przeciętna sytuacją ekonomiczno-finansową. Kowerski wskazał również na podstawie przeprowadzonych badań, iż możliwe jest, że na decyzje dywidendowe większy wpływ mają zmiany koniunktury na rynku kapitałowym, aniżeli zmiany kondycji gospodarki danego kraju. Wyniki międzynarodowych badań wskazują, że im mniejsza kapitalizacja giełdy w relacji do wartości PKB, tym większe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Innymi słowy, im mniejsze znaczenie rynku kapitałowego, tym wyższe wypłaty dywidend [Kowerski, 2011, s. 198, 280-284].

2. Korelacja dywidendy spółek notowanych na GPW ze wskaźnikami makroekonomicznymi

Prezentowane badania objęły 48 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, uznanych dla celów analizy za spółki dywidendowe¹. Wśród nich było 8 notowanych w indeksie WIG20, 15 w indeksie mWIG40 i 25 w indeksie sWIG80. Spółki te w analizowanym okresie wypłacały

¹ Do badań zakwalifikowano spółki, które w analizowanym 12-letnim okresie wypłaciły dywidendę co najmniej 5 razy, co pozwala na wiarygodne określenie korelacji za pomocą współczynnika Pearsona.

dywidendę średnio 7,9 razy, przy czym średnia ta w spółkach zaliczanych do poszczególnych indeksów różniła się nieznacznie (odpowiednio 7,9, 7,2 i 8,3). 11 badanych spółek wypłaciło w tym okresie dywidendę przynajmniej 10-krotnie.

Celem badań była identyfikacja liniowych związków pomiędzy wskaźnikami wypłaty dywidendy i wskaźnikami makroekonomicznymi. Dla spółek przyjętych do analizy obliczono współczynnik korelacji r-Pearsona. Wzięto pod uwagę korelację wskaźników opisujących otoczenie makroekonomiczne z wielkością wypłacanej dywidendy oraz ze stopą wypłaty dywidendy rozumianą jako iloraz wypłaconej dywidendy i zysku netto z minionego roku. Spośród dostępnych wskaźników makroekonomicznych do badań przyjęto przyrost PKB, stopę inflacji oraz wskaźnik nastrojów PMI, przy czym analizowano zależności ze stopą inflacji oraz PMI dla różnych miesięcy.

Dla każdej z par wskaźników wypłaty dywidendy (X) i wskaźników makroekonomicznych (Y) przyjęto hipotezy:

H0: Wskaźnik wypłaty dywidendy (X) jest niezależny od wskaźnika makroekonomicznego (Y)

oraz

H1: Wskaźnik wypłaty dywidendy (X) jest zależny od wskaźnika makroekonomicznego (Y).

Dla oceny istotności statystycznej analizowanych związków przyjęto poziom istotności $p = 0,05$. Ze względu na duże rozbieżności obliczonych współczynników dla poszczególnych spółek, średnie wartości współczynników są znacząco różne od mediany. Dlatego analizie poddano wartości mediany współczynników, uznając je za lepiej opisujące oceniane zjawiska.

Wbrew stwierdzeniom autorów cytowanych w poprzednim punkcie, zależności dywidendy od zmian makroekonomicznych nie mogą być uznane za istotne (tab. 1). Dotyczy to obu badanych charakterystyk dywidendy – zarówno wielkości wypłaconej dywidendy, jak i stopy wypłaty dywidendy. Mediana obliczonych współczynników w żadnym przypadku nie przekroczyła poziomu 0,25. Oznacza to, że poszukiwanych zależności brak albo są one bardzo słabe. Porównując współczynniki dla wielkości dywidendy i dla stopy wypłaty dywidendy, należy zauważyć, że te drugie są wyraźnie niższe (w wartościach bezwzględnych). Jeżeli zatem uznać, że wielkość wypłaconej dywidendy w znacznym stopniu zależy od stanu gospodarki, przekładającej się na wyniki spółki, a stopa wypłaty dywidendy jest głównie pochodną polityki dywidendy spółki, to polityka dywidendy badanych spółek w żaden sposób nie jest powiązana ze stanem gospodarki. Wynika stąd, że na poziom wypłaty dywidendy wpływ mają jedynie czynniki wewnętrzne, w tym uwarunkowania własnościowe.

Tabela 1. Mediany współczynników korelacji Pearsona – korelacja wielkości dywidendy i stopy wypłaty dywidendy ze wskaźnikami makroekonomicznymi

Wyszczególnienie	Inflacja (sty)	Inflacja (maj)	PKB (sty)	PMI (gru)	PMI (sty)	PMI (maj)
Dywidenda	0,119554	0,019504	-0,17708	0,0003068	0,228324	-0,13904
Stopa wypłaty dywidendy	0,172199	0,002843	-0,09662	0,026383	0,040022	0,087509

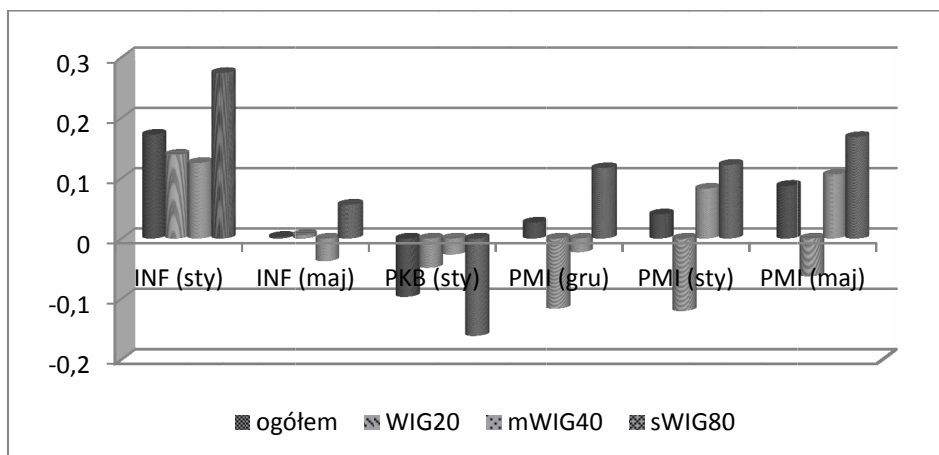
Zgodnie z teorią, wzrost inflacji powinien skutkować zatrzymaniem zysków w spółce. Powinna więc zachodzić ujemna korelacja dywidendy z poziomem inflacji. Tymczasem mediany obliczonych współczynników zależności dywidendy od inflacji są dodatnie, choć niskie. Decyzje dywidendowe są podejmowane głównie w pierwszej połowie roku w dwóch fazach – jako rekomendacje zarządu oraz w drodze uchwały akcjonariuszy. Dlatego analizowano korelacje dywidendy ze wskaźnikami inflacji w styczniu i w maju. Oszacowana korelacja była we wszystkich przypadkach mała, lecz zawsze dodatnia. Jeśli szukać jakiejś zależności, to raczej może ona dotyczyć początku roku (mediana dla stopy dywidendy 0,172). Współczynniki odnoszące się do stopy inflacji z maja są bliskie zeru. Może to oznaczać, że rekomendacja zarządu jest w większości przypadków respektowana, ale jednocześnie trudno uzasadnić decyzje zarządów o zwiększeniu wypłat w sytuacji większej inflacji. Wyjaśnić to może pogłębiona analiza przedstawiona w dalszej części.

Równie słabe są związki wypłaconej dywidendy ze zmianami PKB. W tym przypadku charakterystyczny jest ujemny znak mediany obliczonych współczynników. Dywidenda badanych spółek spadała w sytuacji przyspieszenia tempa wzrostu gospodarki. Taki kierunek powiązań jest uzasadniony. Wzrost gospodarczy daje szansę rozwoju przedsiębiorstwom, więc wskazane jest pozostawienie kapitału w spółce². Z drugiej strony wskaźnik wzrostu PKB dotyczy okresu minionego, więc powinien być związany ze wzrostem zysku do podziału, a co za tym idzie ze wzrostem wypłaconej dywidendy. Może to oznaczać prymat polityki dywidendy, zakładającej, że w sytuacji szans rozwoju, kapitał zostaje zatrzymany w spółce. Jednakże bardzo mała, choć ujemna, korelacja stopy wypłaty dywidendy ze zmianami PKB nie pozwala na takie jednoznaczne stwierdzenie.

Jeśli na politykę dywidendy w tak małym stopniu wpływają realne uwarunkowania makroekonomiczne, to być może wyjaśnienie określonych decyzji dywidendowych należy szukać w nastrojach przedsiębiorców? Odpowiedź na takie

² Jednocześnie jest to niezgodne z opisanymi w poprzednim punkcie badaniami prowadzonymi w innych ośrodkach.

pytanie miała dać analiza zależności dywidendy od nastrojów w przemyśle wyrażonych wskaźnikiem PMI. W tym przypadku uwzględniono w obliczeniach wskaźniki z trzech okresów – grudnia minionego roku oraz stycznia i maja roku wypłaty dywidendy. Dodatkowo, w większości, wartości współczynników oznaczają, że lepsze nastroje menedżerów (czyli lepsze perspektywy biznesowe) skutkują wyższą wypłatą dywidendy. Jest to zgodne z przedstawionymi wcześniej wynikami badań w innych ośrodkach. Jednocześnie wartości median obliczonych współczynników są bliskie zera, co nie pozwala na wyciąganie jednoznacznych wniosków. Korelacja stopy wypłaty dywidendy z PMI w każdym okresie jest niewielka i dodatnia. Zauważalny jest jednak jej wzrost w kolejnych okresach. Mogłoby to oznaczać pewien związek nastrojów menedżerów z polityką dywidendy w czasie podejmowania decyzji dywidendowych, co jest zgodne ze wspomnianymi badaniami M. Kowerskiego [2011, s. 308]. Jednocześnie jest to trudne do uzasadnienia, zważając na fakt, że ostateczne decyzje dywidendowe nie są podejmowane przez menedżerów, lecz przez akcjonariuszy. Korelacje dotyczące wielkości wypłaconej dywidendy kształtują się natomiast odmiennie w odniesieniu do wskaźnika PMI z różnych okresów. Choć prezentowane współczynniki mogą wskazywać na nieco większy związek wypłaconej dywidendy z nastrojami menedżerów w styczniu, to duża zmienność wartości i znaków obliczonych współczynników nie pozwala w tym przypadku na wyciąganie poważnych wniosków.



Rys. 1. Mediany współczynników korelacji Pearsona w podziale na indeksy – korelacja stopy wypłaty dywidendy i wskaźników makroekonomicznych

Wobec braku istotnych statystycznie zależności korelacyjnych analizowanych czynników przeprowadzono też analizę szczegółową tych samych zależności w ramach poszczególnych grup wielkości spółek, zgodnie z ich przypisaniem do indeksów giełdowych. Rysunek 1 przedstawia mediany obliczonych współczynników w odniesieniu do stopy wypłaty dywidendy. Widoczna jest odmienność badanych zależności korelacyjnych w poszczególnych grupach spółek. Zgodność analizowanych zależności można zauważyć w odniesieniu do stopy inflacji w styczniu. We wszystkich grupach spółek zauważalna jest pewna dodatnia zależność stopy wypłaty dywidendy od inflacji w styczniu tego samego roku. Największą korelacją w tym względzie cechują się małe spółki, należące do indeksu sWIG80. Charakterystyczne, że małe spółki mają najwyższe mediany współczynników korelacji ze wszystkimi badanymi wskaźnikami makroekonomicznymi. Mniejszy potencjał tych spółek powoduje, że są one bardziej wrażliwe na zmiany otoczenia, również makrootoczenia. Prezentowane dane wskazują, że dotyczy to również polityki dywidendy. Być może większe na ogół powiązania menedżerów małych spółek z ich właścicielami powodują, że już na początku roku podejmowane są wiążące decyzje odnośnie do dywidendy, stąd silniejsza korelacja ze stopą inflacji za styczeń, niż za maj. Również w większych spółkach nieco większa korelacja polityki dywidendy z inflacją odnosi się do wskaźników inflacji z początku roku. Inflacja z końca pierwszego półrocza w żaden sposób nie wpływa na wypłatę dywidendy, niezależnie od wielkości spółki.

Zgodność znaków zależności korelacyjnych we wszystkich grupach spółek występuje też w odniesieniu do stopy wzrostu PKB. Opisana wcześniej ujemna zależność stopy wypłaty dywidendy od tempa rozwoju gospodarki dotyczy wszystkich grup spółek, przy czym znów współczynniki korelacji największe wartości przyjmują w grupie najmniejszych spółek (sWIG80). Interesujące jest natomiast porównanie median współczynników korelacji stopy wypłaty dywidendy ze wskaźnikiem nastrojów PMI. W każdym przypadku związek ten jest dodatni dla małych spółek i ujemny dla dużych spółek (WIG20). Jeśli przyjąć, że nawet niewielki poziom współczynników wskazuje na pewien kierunek badanych zależności, to duże przedsiębiorstwa reagują na takie same sygnały odwrotnie niż małe spółki. Może to mieć związek z rosnącym wraz z wielkością spółki rozdzieleniem własności od zarządzania. Skłonność menedżerów do zatrzymywania zysków w spółkach powinna nasilać się zwłaszcza w przypadku dobrych perspektyw biznesowych. Większa autonomia menedżerów w dużych spółkach sprzyja zachowaniu zgodności polityki dywidend z rekomendacjami menedżerów. Potwierdzać to może większa siła badanych związków odnoszących się do wielkości PMI z początku roku, kiedy to kształtują się rekomendacje

zarządów. W spółkach zaliczanych do WIG20 mediana współczynników korelacji stopy wypłaty dywidendy z PMI ze stycznia wynosiła $-0,120$, wobec $-0,063$ z PMI z maja. Właściciele mniejszych spółek mają większy wpływ na politykę dywidendy i być może perspektywa dobrej koniunktury skłania ich do wypłat dywidendy, co ma odzwierciedlenie w dodatnim znaku mediany współczynników korelacji.

Innym wyjaśnieniem powyższego rozdzwiewu polityki dywidendy dużych i małych spółek może być sposób obliczania PMI. Wskaźnik powstaje na podstawie opinii menedżerów największych przedsiębiorstw, więc lepiej odzwierciedla nastroje panujące w dużych podmiotach. Te zaś mogą nie być spójne z nastrojami zarządzających małymi spółkami.

Tabela 2. Liczba spółek, w których występuje istotna statystycznie dodatnia korelacja wielkości wypłaconej dywidendy i stopy wypłaty dywidendy z wybranymi wskaźnikami makroekonomicznymi

Wskaźnik	Korelacja dywidendy		Korelacja stopy wypłaty dywidendy	
	dodatnia	ujemna	dodatnia	ujemna
PKB	4	3	1	3
Inflacja (styczeń)	2	1	1	1
Inflacja (maj)	1	0	1	4
PMI (grudzień)	1	1	2	4
PMI (styczeń)	1	0	2	4
PMI (maj)	1	1	1	0

Analiza median obliczonych współczynników zawsze w pewnym stopniu zniekształca obraz badanego zjawiska. Dlatego warto przyjrzeć się korelacjom występującym w poszczególnych spółkach. W tab. 2 zaprezentowano liczbę spółek, w których zidentyfikowano istotną statystycznie korelację analizowanych wielkości. Liczby te potwierdzają niewielkie powiązanie wypłat dywidendy ze wskaźnikami makroekonomicznymi. Dotyczy to zarówno wielkości wypłaconej dywidendy (istotna korelacja w 16 przypadkach na 288 obliczonych wskaźników), jak i stopy wypłaty dywidendy (w 24 przypadkach). W rezultacie należy uznać, że żadna z przyjętych w badaniach hipoteza zerowa (dla poszczególnych par wskaźników) nie może zostać odrzucona, zatem liniowe związki polityki dywidendy z uwarunkowaniami makroekonomicznymi nie zostały potwierdzone. Można więc przypuszczać, że poszukiwane związki mają charakter bardziej złożony.

Jednocześnie ukazane w tabeli wyniki, choć nieistotne ilościowo, wskazują na uzasadnione prawidłowości. Wielkość wypłaconej dywidendy zależy w pierwszym rzędzie od wyniku finansowego minionego roku. Ten zaś jest uzależniony od kondycji gospodarki w tym okresie. Stan gospodarki minionego ro-

ku odzwierciedla przede wszystkim wskaźnik przyrostu PKB. I właśnie z tym wskaźnikiem najczęściej jest skorelowana wielkość wypłaconej dywidendy badanych spółek. Z kolei polityka dywidendy, której przejawem jest stopa wypłaconej dywidendy zależy w pierwszym rzędzie od stanu i perspektyw gospodarki w momencie podejmowania decyzji o dywidendzie. Stan ten odzwierciedla m.in. stopa inflacji i wskaźnik PMI. Z tymi wielkościami jest właśnie najczęściej skorelowana stopa wypłaty dywidendy badanych spółek.

Podsumowanie

Przegląd literatury prezentowany w pierwszej części artykułu zawiera omówienie badań i opinii różnych autorów wskazujących na związek polityki dywidendy spółek z uwarunkowaniami makrootoczenia. Niewątpliwie uwarunkowania te stanowią determinanty polityki dywidendy. Wątpliwa jest jednak siła wpływu makroekonomicznych czynników na wielkość i stopę wypłaty dywidendy. Prezentowane badania nie potwierdziły istotnych korelacji między wypłatami dywidend w spółkach notowanych na GPW a wskaźnikami opisującymi zmiany uwarunkowań makroekonomicznych. Stwierdzone zależności w tym względzie są w większości przypadków słabe lub wręcz śladowe, a ich kierunek niejednokrotnie nie jest zgodny z tym opisanym w literaturze. Przykładem mogą być zależności wielkości wypłaconej dywidendy od stopy inflacji. W teorii wysoka inflacja powinna skutkować zatrzymaniem zysków w spółce, tymczasem wykazana zależność jest odwrotna. Problemem jest też wyjaśnienie pewnych zauważanych w literaturze decyzji dywidendowych spółek, które niniejsze badania potwierdziły. Przykładem takim jest dodatnia korelacja wskaźnika PMI ze stopą wypłaty dywidendy.

Przeprowadzone badania wskazują, że najważniejszych czynników determinujących decyzje dywidendowe spółek należy poszukiwać w innych obszarach ich funkcjonowania. Uwarunkowania makroekonomiczne mają niewątpliwie wpływ na wielkość wypracowanego zysku, który jest źródłem dywidendy, ale ich zmiany nie przekładają się wprost na decyzje o podziale zysku. Żaden ze wskaźników makroekonomicznych nie wykazał istotnej korelacji z wypłacanymi dywidendami. Niewątpliwie pewne zjawiska makroekonomiczne mogą w niektórych sytuacjach być czynnikiem przeważającym szalę w ostatecznej decyzji o dywidendzie, ale nie są w tym względzie czynnikami fundamentalnymi. Wniosek stąd, że w poszukiwaniach najważniejszych determinant polityki dywidendowej należy skupić się głównie na czynnikach wewnętrznych, przy czym nie chodzi jedynie o parametry działalności spółki, ale też o ich uwarunkowania własnościowe.

Literatura

- Al-Malkawi H.A.N. (2008), *Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data*, "International Journal of Business", Vol. 13, No. 2.
- Baker M., Wurgler J. (2004), *Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives*, "Journal of Financial Economics", Vol. 73, s. 271-288.
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R. (2005), *Payout Policy in the 21st Century*, "Journal of Financial Economics", No. 77, Iss. 3, s. 483-527.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2005), *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. (2000), *Special Dividends and The Evolution of Dividend Signaling*, "Journal of Financial Economics", No. 57.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M. (2006), *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory*, "Journal of Financial Economics", Vol. 81, Iss. 2, s. 227-254.
- Dębski W., Bujnowicz I. (2008), *Model współzależności rozwoju systemu finansowego i wzrostu gospodarczego w Polsce*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 9.
- Eije J.H. von, Megginson W.L. (2006), *Dividend Policy in the European Union*, <http://ssrn.com/abstract=891035> (dostęp: 28.03.2015).
- Eije J.H. von, Megginson W.L. (2008), *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, "Journal of Financial Economics", Vol. 89, No. 2.
- Fama E.F., French K.R. (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* "Journal of Financial Economics", Vol. 60.
- Ferris S.P., Sen N., Pei Yui H. (2006), *Are Fewer Firms Paying More Dividends?* "Journal of Multinational Financial Management", Vol. 16, No. 4, s. 333-362, <http://www.amazon.com/fewer-firms-paying-more-dividends/dp/B000P6XKM4> (dostęp: 29.03.2015).
- Grullon G., Ikenberry D.L. (2000), *What Do We Know About Stock Repurchase?* „Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 13, No. 1, http://burridgecenter.colorado.edu/html/images/Guest_Speakers/jacfsurvey.pdf (dostęp: 17.03.2015).
- Guay W., Harford J. (2000), *The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases*, "Journal of Financial Economics", Vol. 57, Iss. 3, s. 385-415.
- Horbaczewska B. (2012), *Wyplaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Jagannathan M., Stephens C.P., Weisbach M.S. (2000), *Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases*, "Journal of Financial Economics", Vol. 57, Iss. 3, s. 355-384.
- Jabłoński B. (2010), *Znaczenie wyboru grup akcji do portfela inwestycyjnego na przykładzie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych w latach 1991-2009* [w:] U. Zagóra-Jonszta (red.), *Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej – znaczenie kategorii wyboru w teoriach ekonomicznych i praktyce gospodarczej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice.

- Jabłoński B., Kuczowicz J. (2014), *The Issue of Dividend Policies of Companies Listed on Warsaw Stock Exchange – Results of the Research* [w:] *European Financial Systems 2014*, Proceedings of the 11th International Scientific Conference, Masaryk University, Brno.
- Jabłoński B., Nawrocki T. (2011), *Inwestowanie na rynku akcji*, CeDeWu, Warszawa.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie Wydawnictwo WSE w Krakowie – WSiIZ w Rzeszowie – WSZiA w Zamościu, Kraków-Rzeszów-Zamość.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, "The American Economic Review", Vol. 46, No. 2, s. 97-113.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków.
- Skousen M. (2011), *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Słoński T. (2012), *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław.
- Szablewski A. (2003), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa.
- Szablewski A., Tuzimek R. (2006), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Tuzimek R. (2013), *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.

MACROECONOMIC DETERMINANTS OF THE DIVIDEND POLICY

Summary: From amongst a long list of determinants of the dividend policy, microeconomic factors are described in literature in the fullest way. This paper points out to the remaining conditions of dividend-related decisions of companies, in particular the ones of a macroeconomic nature. It contains results of research devoted to the impact of conditions of the macro environment on the dividend policy of companies. The research comprised 48 companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 2002-2013.

Keywords: dividend, inflation, PMI, GDP, economic moods.