

Jarosław Kubiak*

Polityka dywidend w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania

Wstęp

„Dywidenda jest ceną, jaką spółka akcyjna płaci inwestorowi za to, że kupił wyemitowane przez nią akcje. Jest ona swoistego rodzaju kosztem korzystania z kapitału akcjonariuszy” [Sierpińska 1999, s. 56]. Podstawową funkcją dywidendy jest zwrot wypracowanych zysków akcjonariuszom. Poza tym wypłata dywidendy może m.in. świadczyć o stabilności i sile finansowej przedsiębiorstwa, służyć prognozowaniu sytuacji finansowej, przyciągać inwestorów zainteresowanych wysoką stopą zwrotu i bieżącymi dochodami z tytułu inwestowania w akcje lub może służyć optymalizacji struktury kapitału.

W literaturze przedstawiono i zbadano wiele determinant polityki wypłaty dywidendy. Wiele z nich zostało opisanych w teoriach struktury kapitału. Jedną z ważniejszych teorii struktury kapitału, która w świetle badań dobrze opisuje zachowania przedsiębiorstw, jest teoria hierarchii źródeł finansowania. Teoria ta odwołuje się także do finansowania zyskiem zatrzymanym oraz związanego z tym problemu wypłaty dywidend. Celem artykułu jest przedstawienie problematyki wypłaty dywidend w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania oraz weryfikacja postawionej na podstawie tych rozważań hipotezy o relatywnie większym poziomie zysków zatrzymanych w przedsiębiorstwach charakteryzujących się wyższym poziomem asymetrii informacji.

1. Teoria hierarchii źródeł finansowania w kontekście zysku zatrzymanego i polityki wypłat dywidendy

Według teorii hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa wybierają źródła według kolejności określonej na liście preferencji. Źródła położone na niej niżej wykorzystują dopiero w przypadku wyczerpania

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, jaroslaw.kubiak@ue.poznan.pl

się źródła będącego wyżej. Według Myersa, autora teorii hierarchii, kolejność na liście preferencji jest skutkiem istnienia asymetrii informacji. Przedsiębiorstwa wybierają z dostępnych kapitałów te, które charakteryzują się najmniejszą wrażliwością na występowanie negatywnych następstw asymetrii informacji. Jak dowiedli Myers i Majluf [Myers, Majluf, 1984], w niektórych sytuacjach zarząd działający w interesie obecnych właścicieli może rezygnować z podejmowania efektywnych projektów inwestycyjnych, co powoduje zmniejszenie wartości akcji spółki w stosunku do wartości, jaka byłaby przy braku asymetrii informacji. Dlatego przedsiębiorstwa wybierają w pierwszej kolejności wewnętrzne źródła finansowania, gdyż w takim przypadku unika się konieczności zawierania kontraktów z zewnętrznymi inwestorami i nie dopuszcza się do negatywnych następstw asymetrii informacji.

Wielkość wewnętrznych źródeł finansowania jest uzależniona od polityki wypłaty dywidend i od polityki inwestycyjnej przedsiębiorstw. Myers w artykule *The Capital Structure Puzzle* [Myers, 1984] stwierdza, że polityka dywidendy jest dostosowywana do potrzeb inwestycyjnych, przy czym przedsiębiorstwa starają się jednak utrzymywać wypłaty relatywnie stałych dywidend. Z kolei chęć zapewnienia stabilnych dywidend oraz zmienność w zakresie rentowności i potrzeb inwestycyjnych mogą oznaczać konieczność zaangażowania dodatkowych środków. W pierwszej kolejności mają one pochodzić z upłynnienia rezerw gotówki wykazywanych w bilansie oraz sprzedaży papierów wartościowych.

Stołość polityki wypłaty dywidendy jest zatem ważnym założeniem teorii hierarchii. Przedsiębiorstwa starają się utrzymywać „sztywne” dywidendy, gdyż obawiają się, że ich spadek inwestorzy odczytaliby jako pogorszenie się sytuacji spółki. Stałe dywidendy ograniczają zatem wykorzystanie do finansowania wypracowanego zysku. Szczególnie w okresie generowania relatywnie niskich przepływów operacyjnych oraz w okresie wzmożonych wydatków inwestycyjnych wewnętrzne źródła mogą nie wystarczać [Myers, 1989]. Warto zwrócić uwagę na to, że zagregowane dane statystyczne z lat 1945-2002 dotyczące przedsiębiorstw funkcjonujących w gospodarce Stanów Zjednoczonych wskazują na niezwykle stabilny poziom dywidend w relacji do wartości aktywów przedsiębiorstw. Relatywnie większe dywidendy wypłacają spółki publiczne, natomiast małe niepubliczne przedsiębiorstwa praktycznie nie wypłacają dywidend [Frank, Goyal, 2008].

Badacze, dokonując weryfikacji tez teorii hierarchii w odniesieniu do wykorzystania wewnętrznych źródeł finansowania, nie koncentrują zazwyczaj uwagi na problematyce podziału zysku i związanej z nią polityki dywidend. Wynika to zapewne m.in. z niejednoznacznego przedstawienia tej kwestii w teorii przez Myersa. Nie określa on bowiem, w jaki sposób wyznaczyć wartość wypłacanych dywidend. Zaleca ich względnie stały poziom z obawy, że spadek wartości wypłat dla inwestorów może być odebrany przez nich jako pogorszenie się sytuacji przedsiębiorstwa. Względna wielkość wypłacanych „stałych” dywidend może jednak mieć związek z poziomem asymetrii informacji. Można założyć, że w przedsiębiorstwach o wyższym poziomie asymetrii informacji poziom zysków zatrzymanych, a zatem po uwzględnieniu wypłaty dywidend, będzie relatywnie wyższy, z uwagi na silniejszą presję unikania zewnętrznych źródeł finansowania. Taka sytuacja może szczególnie dotyczyć przedsiębiorstw nienotowanych na rynku papierów wartościowych, gdyż w mniejszym stopniu będą one narażone na negatywną reakcję inwestorów na brak dywidend.

Tendencja do zatrzymywania zysków w przedsiębiorstwie, kosztem wypłaty dywidend może być uznana za niezgodną z interesem właścicieli, gdyż ogranicza się w ten sposób dochody bezpośrednio im przysługujące, a zwiększa środki, którymi dysponować będzie zarząd. Wybór w pierwszej kolejności wewnętrznych źródeł finansowania może jednak w świetle teorii hierarchii wynikać z chęci uniknięcia negatywnych następstw asymetrii informacji, takich jak niedoinwestowanie, przeinwestowanie czy transfer wartości. Preferowanie wewnętrznych źródeł kapitału w warunkach asymetrii informacji można zatem uznać za zachowanie racjonalne i prowadzone na rzecz właścicieli.

Biorąc pod uwagę powyżej przedstawione argumenty, można postawić hipotezę, że w przedsiębiorstwach o wyższym poziomie asymetrii informacji poziom zysków zatrzymanych, będzie relatywnie wyższy, (automatycznie, poziom wypłaty dywidend będzie relatywnie niższy) z uwagi na silniejszą presję unikania korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania.

2. Charakterystyka próby badawczej oraz metody badania związku poziomu asymetrii informacji z poziomem wypłat dywidendy

Badanie związku poziomu asymetrii informacji z poziomem wypłaty dywidend przeprowadzono na podstawie bazy danych przygotowanej przez przedsiębiorstwo InfoCredit o 705 podmiotach gospodarczych prowadzących działalność w Polsce w latach 2002-2008. Do badań wybrano 667 przedsiębiorstw, wśród których 80 to spółki notowane na GPW w Warszawie. Panel danych, na podstawie których przeprowadzono badania, jest panelem niebilansowanym. Nie dla wszystkich przedsiębiorstw zgromadzono dane dla każdego z lat w okresie 2002-2008. W badaniach wykorzystano wszystkie obserwacje, dla których znane są wartości zmiennych dotyczącej analizy badanego związku w danym roku.

Do pomiaru asymetrii informacji został wykorzystany Syntetyczny Miernik Asymetrii Informacji (SMAI)¹. Miara ta umożliwia szacowanie asymetrii informacji na podstawie zróżnicowania przyczyn jej powstania. Pierwszą grupę mierników stanowią wskaźniki określające trudność właściwej wyceny przedsiębiorstwa (trudność interpretacji informacji). Należą do niej: wskaźnik udziału rzeczowych aktywów trwałych w aktywach ogółem, udział wartości niematerialnych i prawnych w aktywach ogółem, wskaźnik przyrostu aktywów oraz wskaźnik przyrostu sprzedaży. Drugą grupę tworzą wskaźniki umożliwiające różnicowanie liczby i jakości generowanych informacji. W skład tej grupy wchodzi: wielkość przedsiębiorstwa mierzona logarytmem naturalnym przychodów ze sprzedaży, wielkość przedsiębiorstwa mierzona logarytmem naturalnym aktywów, logarytm naturalny wieku przedsiębiorstwa oraz zmienna binarna przesądzająca o publicznym bądź niepublicznym charakterze przedsiębiorstwa. Trzecią uwzględnioną w SMAI przyczyną asymetrii informacji jest zróżnicowany dostęp do informacji. Jest ona aproksymowana za pomocą wskaźnika koncentracji własności obliczonego jako suma kwadratów udziałów we własności poszczególnych współwłaścicieli przedsiębiorstwa.

Procedurę budowy Syntetycznego Miernika Asymetrii Informacji przeprowadzono, zgodnie z propozycją przedstawioną dla syntetycznego miernika rozwoju przez Strahl [Strahl, 1980, s. 52-57]. Rozpoczęto od

¹ Szczegółowa koncepcja budowy miernika została przedstawiona w: [Kubiak, 2013].

sporządzenia macierzy obserwacji badanych cech. Dokonano obliczeń poszczególnych wskaźników użytych do aproksymacji asymetrii informacji. Następnie doprowadzono do jednorodności badanych zmiennych poprzez przekształcenie wskaźników, które miały charakter destymulant w stymulanty. Po ujednoczeniu wszystkich wskaźników do postaci stymulant, dokonano ich standaryzacji. Następnie przy wykorzystaniu systemu wag eksperckich dla zmiennych diagnostycznych, dokonano obliczenia odległości każdego obiektu od wzorca. W ostatnim etapie dokonano normalizacji miernika syntetycznego poprzez przekształcenie miar odległości w ten sposób, aby przyjmowały wartości z przedziału $< 0-1 >$ i ich wzrost odpowiadał nasilaniu się poziomu asymetrii informacji. W rezultacie otrzymano wartości Syntetycznego Miernika Asymetrii Informacji w badanej grupie przedsiębiorstw, pozwalające na ich uporządkowanie według natężenia tego zjawiska².

W pierwszej części badania przeprowadzona zostanie analiza, której celem jest sprawdzenie, czy w grupie przedsiębiorstw generujących zyski oraz charakteryzujących się wysokim poziomem asymetrii informacji mierzonej za pomocą SMAI, jest więcej przedsiębiorstw niewypłacających dywidend niż ponoszących takie wydatki. W drugiej części analiz zostanie natomiast zbadane, czy wśród jednostek generujących zysk, przedsiębiorstwa o wyższym poziomie asymetrii informacji będą charakteryzowały się wyższą wartością wskaźnika zysku zatrzymanego (niższym poziomem wypłaty dywidendy). Powinny one bowiem preferować finansowanie kapitałem wewnętrznym, by zredukować negatywne skutki asymetrii informacji.

Za pomocą miernika SMAI wyłoniono grupy o zróżnicowanym poziomie asymetrii informacji. Dla wszystkich przypadków, dla których można było ustalić wartość SMAI na podstawie dostępnych danych, wyznaczono kwartyły i decyle. Przypadki o wartości SMAI niższej od wartości pierwszego decyla zaliczono do charakteryzujących się **bardzo niskim** poziomem asymetrii informacji, a przypadki o wartości SMAI z ostatniego decyla zaliczono do charakteryzujących się **bardzo wysokim** poziomem asymetrii informacji. Odpowiednio przypadki o wartości SMAI niższej od wartości pierwszego kwartyła zaliczono do charakteryzujących się **niskim** poziomem asymetrii informacji, a przypadki o war-

² Szczegółowy opis procedury budowy SMAI wraz z wzorami i uzasadnieniem wartości wag eksperckich w: [Kubiak, 2013].

tości SMAI z ostatniego kwartyła do charakteryzujących się **wysokim** poziomem asymetrii informacji. Dzięki temu możliwe będzie porównanie, czy poziomy zysków zatrzymanych pomiędzy poszczególnymi grupami asymetrii, w szczególności zaś pomiędzy grupami „skrajnymi”, o najwyższym oraz najniższym poziomie asymetrii, różnią się w sposób zgodny z postawioną hipotezą. Liczba przypadków w prezentowanych dalej badaniach będzie mniejsza niż liczba przypadków dla których wyznaczono wartości SMAI, ze względu na to, że baza przedsiębiorstwa InfoCredit nie zawierała kompletu danych dla każdego przedsiębiorstwa. Dlatego pomiędzy wyłoniłymi grupami w poszczególnych analizach, mogą występować różnice w liczbie przypadków w danej grupie zawierającej przedsiębiorstwa o określonym poziomie asymetrii informacji.

Do badań zróżnicowania polityki wypłaty dywidend w zależności od poziomu asymetrii informacji, wykorzystane zostaną testy istotności różnic wskaźników struktury, średnich i median. Test o równości dwóch wskaźników struktury wykorzystano w przypadku badania, czy pomiędzy grupami o różnym poziomie asymetrii informacji istnieje istotnie statystyczna różnica w udziale przedsiębiorstw niewypłacających dywidend. Testy istotności różnic średnich i median wykorzystano do porównania wartości wskaźnika zysku zatrzymanego pomiędzy wyłoniłymi wg natężenia asymetrii informacji grupami przedsiębiorstw.

3. Poziom asymetrii informacji a brak wypłaty dywidendy

Do badania związku asymetrii informacji z poziomem zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwie zakwalifikowano wyłącznie te przypadki przedsiębiorstw, które wykazały w danym roku kompletne dane w zakresie rachunku przepływów pieniężnych³ oraz umożliwiające obliczenie SMAI, a następnie wyłączono z tej grupy przedsiębiorstwa, które generowały stratę w roku poprzedzającym badanie. Analizując związek asymetrii informacji z preferencją zysku zatrzymanego, należy bowiem uwzględnić fakt, że brak wypłaty dywidendy może wynikać z generowania straty w poprzednim roku. W takim przypadku brak wypłaty dywidendy może nie mieć związku z poziomem asymetrii informacji danego przedsiębiorstwa. Analizowano zatem wyłącznie przypadki przedsiębiorstw, które nie wypłacały dywidend i jednocześnie charakteryzowały się dodatnim wynikiem finansowym netto

³ Z rachunku przepływów pieniężnych czerpano dane o wartości dywidend.

w poprzednim okresie (było ich 1793) z przypadkami w których generowano zysk netto i wypłacono dywidendę (było ich 1347). W przypadku grup o wysokim i bardzo wysokim poziomie asymetrii można spodziewać się większej wartości wskaźnika udziału przedsiębiorstw niewypłacających dywidendy niż odpowiednio w przypadku przedsiębiorstw zgromadzonych w grupach o niskim i bardzo niskim poziomie asymetrii informacji. Wyniki badania zamieszczono w tablicy 1.

Tablica 1. Przypadki przedsiębiorstw wykazujących zysk: wypłacających oraz niewypłacających dywidendy w grupach wyłonionych według wartości SMAI

Poziom asymetrii (grupy według SMAI)	Liczba przedsiębiorstw		Procent przedsiębiorstw	
	niewypłacających dywidendy	wypłacających dywidendy	niewypłacających dywidendy	wypłacających dywidendy
Bardzo niski	109	157	41,9	58,2
Niski	367	361	50,4	49,6
Umiarkowanie niski	471	348	57,5	42,5
Umiarkowanie wysoki	496	359	58,0	42,0
Wysoki	459	279	62,2	37,8
Bardzo wysoki	175	90	66,0	34,0

Źródło: Opracowanie własne.

Większy odsetek przedsiębiorstw niewypłacających dywidendy występuje w grupach przedsiębiorstw o bardzo wysokim i wysokim poziomie asymetrii informacji niż w grupach przedsiębiorstw charakteryzujących się niskim i bardzo niskim poziomem asymetrii informacji. Wartości wskaźników udziału przedsiębiorstw niewypłacających dywidendy w grupach o umiarkowanie niskim i umiarkowanie wysokim poziomie asymetrii (przeciętny poziom asymetrii) mieszczą się pomiędzy wskaźnikami udziału dla grup o skrajnych poziomach asymetrii.

Różnice w wartości wskaźników struktury są widoczne zarówno w porównaniu wartości uzyskanych dla grupy bardzo wysokiego poziomu asymetrii informacji w stosunku do bardzo niskiego (66,0% niewypłacających dywidend przedsiębiorstw o najwyższym poziomie asymetrii

informacji w stosunku do 41,9% o najniższym jej poziomie), jak i w porównaniu wartości grupy o wysokim poziomie asymetrii w stosunku do niskiego (62,2% a 50,4%). W obu przypadkach można stwierdzić, że na dowolnie małym poziomie istotności można odrzucić hipotezę zerową o równości wskaźników struktury⁴. Procent przedsiębiorstw niewypłacających dywidendy i jednocześnie generujących zysk w grupie przedsiębiorstw o wysokim poziomie asymetrii informacji jest zatem istotnie statystycznie większy niż procent tych przedsiębiorstw w grupie charakteryzującej się niskim poziomem asymetrii informacji. Niewypłacanie dywidendy przez generujące zysk przedsiębiorstwa może mieć związek z wyższym poziomem asymetrii informacji w tych przedsiębiorstwach.

4. Zyski zatrzymane w przedsiębiorstwach o różnym poziomie wypłaty dywidendy

W kolejnym etapie badań także uwzględniono wyłącznie przypadki przedsiębiorstw które wykazywały zysk netto w okresie poprzedzającym ewentualną wypłatę dywidendy. Dla nich za pomocą poniższej formuły obliczono wartość wskaźnika zysku zatrzymanego.

$$W_{zz} = \frac{Z_n - DIV}{Z_n}, \quad (1)$$

gdzie:

W_{zz} — wskaźnik zysku zatrzymanego,
DIV — dywidendy wypłacone w okresie t,
 Z_n — zysk netto w okresie t-1.

Wartość przeciętna tego wskaźnika dla 3140 wyłonionych przypadków wynosiła 73,5% (przy odchyleniu standardowym 46,4%), a mediana 100,0% (większość przedsiębiorstw wykazujących zyski nie wypłacała dywidendy). Następnie sprawdzono, czy średnie oraz mediany wartości wskaźnika zysku zatrzymanego są wyższe w grupach przedsiębiorstw charakteryzujących się wyższym poziomem asymetrii informacji. Wyniki przedstawiono w tabelicy 2.

Dane zawarte w tabelicy 2 potwierdzają przyjętą hipotezę: wyższa wartość wskaźnika zysku zatrzymanego występuje w przypadkach

⁴ Test dwóch wskaźników struktury pozwala sprawdzić hipotezę zerową o równości wskaźników struktury na podstawie wyników dwóch dużych prób — po minimum 100 przypadków każda [Krysicki i inni, 1999, s. 99].

przedsiębiorstw charakteryzujących się wyższym poziomem asymetrii informacji. Wniosek taki można wysnuć, porównując średnią wartość tego wskaźnika w przedsiębiorstwach o bardzo wysokim (wysokim) i odpowiednio bardzo niskim (niskim) poziomie asymetrii. Wartości średniej arytmetycznej są większe dla przypadków przedsiębiorstw o wyższym poziomie asymetrii informacji, a relacja ta jest istotna statystycznie przy poziomie istotności 0,05.

Tablica 2. Wskaźnik zysku zatrzymanego w grupach wyłonionych według wartości SMAI (w %)

Poziom asymetrii (grupy wg SMAI)	Wskaźnik zysku zatrzymanego	
	średnia arytmetyczna	mediana
Bardzo niski	63,80	89,24
Niski	69,16	100,00
Umiarkowanie niski	73,35	100,00
Umiarkowanie wysoki	75,43	100,00
Wysoki	75,46	100,00
Bardzo wysoki	78,81	100,00

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki testu istotności różnic pomiędzy średnimi w grupie przypadków o niskim w stosunku do grupy przypadków o wysokim poziomie asymetrii informacji oraz pomiędzy średnimi w grupie przypadków o bardzo niskim, w stosunku do grupy przypadków o bardzo wysokim poziomie asymetrii informacji przedstawiono w tablicy 3. Z uwagi na bardzo zbliżone wartości średnie oraz równe mediany w grupach o umiarkowanie niskim, umiarkowanie wysokim oraz wysokim poziomie asymetrii informacji odstąpiono od obliczeń istotności statystycznej różnic w średnich oraz różnic w medianach między tymi grupami (tablice 3 i 4).

Wartości statystyki testowej (Z) dla obu porównań wartości średniej są dodatnie (tablica 3), wpadają zatem w prawostronny obszar odrzucenia hipotezy zerowej o mniejszej lub równej wartości średnich w grupie pierwszej przy zakładanym poziomie istotności 0,05. Wobec odrzucenia hipotezy zerowej, można przyjąć hipotezę alternatywną. W związku z tym, że grupę pierwszą w obu analizach stanowiły przedsiębiorstwa o wyższym poziomie asymetrii informacji, można stwierdzić, że średnia

wartość wskaźnika zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwach o wyższej wartości SMAI jest wyższa od średniej wartości zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwach o niższej wartości SMAI.

Wyniki testu *U* Manna-Whitneya przedstawiono w tablicy 4.

Tablica 3. Test istotności różnic między średnimi wartościami wskaźnika zysku zatrzymanego dla przypadków przedsiębiorstw wykazujących zyski grupowanych według wartości SMAI

Porównywane grupy	Średnia grupa 1	Średnia grupa 2	Z	p
Gr. 1 Wysoka asymetria Gr. 2 Niska asymetria	0,7546	0,6916	2,4487	0,015
Gr. 1 Bardzo wysoka asymetria Gr. 2 Bardzo niska asymetria	0,7881	0,6380	3,6720	0,000

Źródło: Opracowanie własne.

Tablica 4. Test istotności różnic między medianami wskaźnika zysku zatrzymanego dla przypadków przedsiębiorstw wykazujących zyski grupowanych według wartości SMAI

Porównywane grupy	Suma rang grupa 1	Suma rang grupa 2	Z	p
Gr. 1 Wysoka asymetria Gr. 2 Niska asymetria	567552,0	507759,0	3,236	0,001
Gr. 1 Bardzo wysoka asymetria Gr. 2 Bardzo niska asymetria	78812,5	64567,5	4,359	0,000

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku porównywania różnic w medianie wartości wskaźnika zysku zatrzymanego w grupie przedsiębiorstw o najwyższym poziomie asymetrii informacji z medianą obliczoną dla przedsiębiorstw o bardzo niskim poziomie asymetrii informacji można stwierdzić, że różnice te są istotne statystycznie, gdyż wartość prawdopodobieństwa *p* wynosi 0,001. Określa ono prawdopodobieństwo sytuacji, w której dla losowo wybranych prób otrzymane zostaną tak różne sumy rang jak zaobserwowane w badaniu. Można zatem przyjąć, że porównywane grupy o bardzo niskim i o bardzo wysokim poziomie asymetrii informacji mają różne mediany poziomu zysku zatrzymanego.

Dla przypadków przedsiębiorstw zgromadzonych w grupach o niskim i wysokim poziomie asymetrii informacji, mediany wartości zysku zatrzymanego są równe – wynoszą 100%. W teście *U* Manna-Whitneya, gdy hipotezy odnoszą się do wartości, musi być spełnione założenie o różnicy w medianie. W związku z tym nie można zatem wnioskować o istotnej statystycznie różnicy w medianach.

Zakończenie

Podsumowując przedstawione w artykule analizy, można stwierdzić, że istnieje związek pomiędzy względnym poziomem asymetrii informacji a wykorzystaniem wewnętrznych źródeł kapitału w postaci zysku zatrzymanego. W grupach przedsiębiorstw charakteryzujących się wysokim, a w szczególności bardzo wysokim poziomem asymetrii informacji można mówić o statystycznie istotnej większej wartości wskaźnika udziału przedsiębiorstw niewypłacających dywidendy oraz o statystycznie istotnej większej wartości średniej i mediany wskaźnika zysku zatrzymanego.

Trudno jednoznacznie ocenić wielkość tych różnic (ich znaczenie), ale wskazują one na to, że wyższy poziom asymetrii informacji jest powiązany z wyższym poziomem wykorzystania zysków zatrzymanych. Wykorzystanie zysków zatrzymanych do finansowania działalności nie zmniejsza poziomu asymetrii, ale redukuje jej negatywne skutki. W tym znaczeniu niski wskaźnik wypłaty dywidendy jest zgodny z tezami teorii hierarchii źródeł finansowania.

Literatura

1. Frank M., Goyal V. (2008), *Trade-off and pecking order theories of debt*, red. B. Espen Eckbo, *Handbook of empirical corporate finance*, Vol. 2, Elsevier B.ZV, North-Holland.
2. Kryszwicki W., Bartos J., Dyczka W., Królikowska K., Wasilewski M. (1999), *Rachunek prawdopodobieństwa i statystyka matematyczna w zadaniach. Część II. Statystyka matematyczna*, PWN, Warszawa.
3. Kubiak J. (2013), *Zjawisko asymetrii informacji, a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
4. Myers S. (1984), *The capital structure puzzle*, „*Journal of Finance*” vol. 39, no. 3.

5. Myers S. (1989), *Still searching for optimal capital structure*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 6, no. 3.
6. Myers S., Majluf N. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics”, vol. 13, no. 2.
7. Strahl D. (1980), *Modelowanie zjawisk złożonych: modele infrastruktury społecznej*. Praca habilitacyjna, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, z. 158, Wrocław.
8. Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków.

Streszczenie

W artykule badano związek poziomu asymetrii informacji z zakresem wykorzystania zysków zatrzymanych przez przedsiębiorstwa w Polsce. Asymetria informacja była mierzona za pomocą Syntetycznej Miary Asymetrii Informacji skonstruowanej na podstawie 9 wskaźników. Przedstawione analizy wskazują na to, że przedsiębiorstwa charakteryzujące się wyższym poziomem asymetrii informacji mają wyższy poziom zysków zatrzymanych. Uzyskane wyniki są zatem zgodne z tezami teorii hierarchii źródeł finansowania.

Słowa kluczowe

zysk zatrzymany, asymetria informacji, polityka dywidend, teoria hierarchii źródeł finansowania

Dividend policy in the context of the pecking order theory (Summary)

The main aim of this article is to define the relationship of degree of asymmetric information with the use of retained earnings by companies in Poland. Asymmetry information was estimated by synthetic measure constructed on the basis of nine indicators. The research shows that the companies with highest degree of asymmetry information have higher level of retaining earnings. Presented empirical investigation are consistent with the pecking order theory.

Keywords

retaining earnings, asymmetry information, dividend policy, pecking order theory