

Věčně živá dividendová hádanka[#]

(Diskuse k článku: Miller, Merton, H. – Modigliani, Franco: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 1961, roč. 34, č. 4, s. 411-433.)

Petr Marek^{*}

Na začátku byla mezi vědci shoda. Vyšší dividendy vede k vyšší hodnotě podniku. Proto správným nastavením dividendové politiky lze zlepšit i postavení podniku na trhu. Tento názor byl opřen jak o teoretické modely (M. Gordon, 1959), tak i o empirické studie (F. Durand, 1955), které zjišťovaly silnou přímou závislost mezi dividendovým podílem (poměrem dividendy na akcii k čistému zisku na akcii) a poměrem tržní ceny akcie k čistému zisku na akcii (price-earnings ratio). Jelikož ve jmenovateli obou ukazatelů se vyskytuje stejná veličina „čistý zisk na akcii“, byl z výsledků těchto studií odvozen závěr, že čím větší bude procento ze zisku určeno na výplatu dividend, tím – za jinak stejných okolností (tj. včetně nezměněné výše čistého zisku na akcii) – bude tržní cena akcie větší. Představitelé těchto názorů lze označit za zástupce *pro-dividendové teorie* (= vyšší dividendový podíl vede k vyšší tržní hodnotě podniku).

Millerův a Modiglianiho článek - nový směr v dividendové teorii

Nový směr v dividendové teorii udal až článek z roku 1961 *Dividendová politika, růst a způsob hodnocení akcií*, který byl uveřejněn v časopise *Journal of Business*. Jeho autoři, M. H. Miller a F. Modigliani, zde předložili vědecký důkaz o neutralitě dividendové politiky ve vztahu k hodnotě podniku. Pravda tento důkaz byl založen na modelovém příkladu s dokonalým kapitálovým trhem, s racionálním chováním investorů a s absolutní jistotou ohledně budoucích výsledků podniku. Nicméně v tomto abstraktním světě byl daný model bezchybný. Tezi o neutralitě dividendové politiky k hodnotě společnosti (= změna dividendového podílu nevede ke změně v tržní hodnotě podniku) současně doplnili o další dvě důležité teze.

Vzhledem k tomu, že ve skutečném finančním světě následuje po změně výše dividendy na akcii často také změna tržní ceny akcie, bylo nutné tento jev vysvětlit pomocí *teze o informačním obsahu dividendy na akcii*. Investoři totiž chápou změnu dividendy na akcii jako signál o očekávaném vývoji budoucích peněžních toků. Snížení dividendy na akcii je trhem hodnoceno jako špatný signál, růst dividendy na akcii jako kladný signál, neboť vyjadřuje přesvědčení rady ředitelů podniku, zda jejich podnik bude schopen udržet tuto výši dividendy na akcii i v budoucnu.

Třetí tezi představuje *teze o existenci tzv. zákaznického efektu*. Tato teze vycházela z té doby platného daňového systému v USA, podle kterého se příjmy z dividend zdaňovaly vyšší sazbou než příjmy z kapitálových výnosů. Na základě rozdílnosti v sazbách zdanění dividend a kapitálových výnosů budou investoři ve vyšších daňových skupinách preferovat akcie

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM 6128439903.

^{*} Doc. Ing. Petr Marek, CSc. – docent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <pema@vse.cz >.

s nižšími dividendami, zatímco investoři v nižších daňových skupinách budou naopak upřednostňovat akcie s vysokými dividendami. V důsledku toho, jestliže se rozhodne vedení podniku změnit svoji dividendovou politiku, bude skupina investorů s odlišnou preferencí po výši dividendového výnosu akcie prodávat a současně jiná skupina investorů bude akcie zase nakupovat. Takže nakonec bude nabídka akcií na každé úrovni dividendového výnosu vždy odpovídat poptávce po určitém dividendovém výnosu.

Kritika modelu

Podle kritiků teze o dividendové neutralitě je model příliš abstraktní a pro reálný finanční svět nepoužitelný. Nyní tedy zbývalo kritikům vlastně jenom maličkost: dokázat, že Millerův a Modiglianiho model patří do hlubin vědeckého archívu jako svědek o další chybné cestě.

Hlavní námitka se pochopitelně týkala především příliš silných předpokladů, které ve skutečnosti neplatí, neboť svět je plný nevyzpytatelných tržních nedokonalostí. R. C. Lease aj. (2000) rozlišili z hlediska možného dopadu na dividendovou neutralitu: tři velké (daně, náklady zastoupení, informační asymetrie) a tři malé (flotační náklady, transakční náklady a iracionální chování investorů) tržní nedokonalosti.

Největším předmětem kritiky se stala abstrakce od *daní*, neboť kapitálové výnosy se obvykle zdaňují nižší sazbou než dividendy. Daňovou problematiku přinesli do dividendové teorie D. Farrar a L. Selwyn (1967). Podle jejich extrémního názoru spočívá v důsledku daňového znevýhodnění dividend optimální dividendová politika v politice bez dividend. Z toho vyplývá, že vyšší dividendová politika bude vyvolávat nižší tržní ceny akcií. A tak vznikla *anti-dividendová teorie* (= vyšší dividendový podíl vede k nižší tržní hodnotě podniku).

V důsledku panující *informační asymetrie* na kapitálovém trhu mohou insideři, tj. osoby, jež mají k dispozici interní informace podniku, dosáhnout lepšího zhodnocení svého majetku než outsideři, kteří pracují pouze s veřejně dostupnými informacemi. Dividenda na akcii v této souvislosti může představovat důležitý signál o budoucích perspektivách společnosti

Další tržní nedokonalost představují *náklady zastoupení*. Jak ukazují analýzy F. Easterbrooka (1984) a M. Jensena (1986) vyšší dividendy mohou snižovat náklady zastoupení. Jelikož akcionáři nemohou dokonale monitorovat činnost manažerů, mohou manažeři přijímat rozhodnutí, která nebudou plně v zájmu investorů. Vyšší dividendy vyžadují vyšší manažerskou disciplínu. Empirické studie pak skutečně dokazují, že tam, kde vlastnictví a řízení společnosti je více odděleno v důsledku existence drobných akcionářů, společnost také vyplácí větší dividendu.

Flotační náklady vyjadřují administrativní náklady, registrační a zákonné poplatky a riziko spojené se získáváním kapitálu na základě emisí cenných papírů. Výplata dividend má za následek snížení interního kapitálu firmy, chybějící finanční prostředky musí poté společnost získat další emisí cenných papírů. Existence flotačních nákladů proto vede k výplatě nízkých dividend. Stejně důsledky má i existence *transakčních nákladů*. Pro akcionáře představuje prodej a následný nákup akcie nákladný způsob obstarání peněz, a proto dávají přednost dividendám. Mnozí teoretici (Shefrin – Statman, 1984) pak upozorňují na *iracionální chování investorů*, kteří dávají často přednost dividendovým výnosům před kapitálovým z důvodu možnosti lépe plánovat své budoucí peněžní toky.

Závěr

Otázka, zda platí teze dividendové neutrality či nikoli se zdá být stále nedořešena. F. Black (1976) charakterizoval tento problém jeho přirovnáním k neřešitelnému hlavolamu: „čím více se díváme na dividendový obrázek, tím více připomíná puzzle, jehož jednotlivé dílky nejdou přesně do sebe.“ Mnozí se pokoušeli dokázat platnost teze, mnozí se pokoušeli ji vyvrátit. Nikomu z nich se to nepodařilo.

I já jsem se snažil ve svém výzkumu nalézt odpověď na tuto hádanku. K tomuto účelu jsem vyšetřoval závislost tržní ceny akcie mj. na dividendě na akcii a na dividendovém podílu. Podle mého názoru na základě zcela jistě jinak nedokonalé studie vše nasvědčuje tomu, že teze o dividendové neutralitě platí. Nebyl totiž prokázán žádný významný vztah mezi tržní cenou akcie a dividendovým podílem (korelační koeficient 0,0034), zatímco naopak s růstem dividendy na akcii rostla i tržní cena akcie (korelační koeficient 0,6078 – blíže viz Marek, 2000).

Dovolím si tedy poměrně odvážný závěr. Pokud platí teze pro-dividendové teorie nebo anti-dividendové teorie neměl by být problém dané teze dokázat. Jestliže však platí teze o dividendové neutralitě nebude možné tuto tezi nikdy dokázat, protože vždy se najde nějaká možnost, jak tuto tezi zpochybnit.

Literatura

- [1] Black, F. (1976): *The Dividend Puzzle*. Journal of Portfolio Management, 1976, roč. 2, č. 2, s. 5-8.
- [2] Durand, D. (1955): *Bank Stocks and the Analysis of Covariance*. Econometrica, roč. 23, č. 1, s. 30-45.
- [3] Easterbrook, F. (1984): *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*. American Economic Review, 1984, roč. 74, č. 4, s. 650 - 659.
- [4] Farrar, D. – Selwyn, L. (1967): *Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors*. National Tax Journal, 1967, roč. 20, č. 4, s. 444-454.
- [5] Gordon, M. (1959): *Dividends, Earnings, and Stock Prices*. Review of Economics and Statistics, 1959, roč. 41, č. 2, s. 99-105.
- [6] Jensen, M. (1986): *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. American Economic Review, 1986, roč. 76, č. 2, s. 323 - 329.
- [7] Lease, R. C. – John, K. – Kalay, A. – Loewenstein, U. – Sarig, O. H. (2000): *Dividend Policy. Its Impact on Firm Value*. Boston, Harvard Business School Press, 2000.
- [8] Marek, P. (2000): *Rozdělování hospodářského výsledku a dividendová politika*. Praha, Ekopress, 2000.
- [9] Miller, M. H. – Modigliani, F. (1961): *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. Journal of Business, 1961, roč. 34, č. 4, s. 411-433.
- [10] Sheffrin, H. - Statman, M.: *Explaining Investor Preference for Cash Dividends*. Journal of Financial Economics, 1984, roč. 13, č. 6, s. 253 - 282

Věčně živá dividendová hádanka

Petr Marek

ABSTRAKT

Millerův a Modiglianiho článek *Dividendová politika, růst a způsob hodnocení akcií* z roku 1961 se stal mezníkem ve vývoji dividendové teorie. Až do vydání tohoto článku převládal v teorii názor, že správnou volbou dividendové politiky lze ovlivnit kladně hodnotu podniku. V diskutovaném článku však autoři podali důkaz existence dividendové neutrality v modelu s dokonalým kapitálovým trhem, racionálním chováním investorů a absolutní jistotou. Od té doby se snaží vědci dokázat, zda teze o dividendové neutralitě platí rovněž v reálném světě či nikoli. Až dosud se platnost této teze nepodařilo dokázat, ovšem ani vyvrátit.

Klíčová slova: Dividendová politika; Dividendová teorie; Teze o dividendové neutralitě.

Dividend Puzzle is Still Alive

ABSTRACT

Miller's and Modigliani's article *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares* (1961) represented a revolution in the dividend theory development. By the issue of the article there was predominant opinion that the right choice of dividend policy can positively influence business value. In mentioned article authors presented dividend neutrality evidence in model with perfect markets, rational behavior and perfect certainty. Thenceforth scientists try to prove whether dividend neutrality is effective in real life or not. So far it hasn't failed to prove validity of the thesis, on the other hand to disprove as well not.

Key words: Dividend policy; Dividend theory; Thesis of dividend neutrality.

JEL classification: M29.