

*Mirosław Wypych**

**POLITYKA DYWIDENDY W SPÓŁCE AKCYJNEJ
– UWARUNKOWANIA I STRATEGIE**

Rozliczenie wyniku finansowego netto i związany z tym podział zysku stanowią jeden z ważniejszych obszarów strategicznych decyzji finansowych w przedsiębiorstwie. Spółki akcyjne są zobligowane do zatrzymywania zysków w postaci odpisów na kapitał, pokrywania strat finansowych i ewentualnych odpisów na kapitały rezerwowe. Pozostałą część zysku przeznacza się na fundusz socjalny i fundusz nagród dla pracowników, na tantiemy dla członków zarządu i rady nadzorczej oraz wypłatę dywidendy. Spółka może także wykorzystać zysk netto na wykup własnych akcji (tzw. umorzenie akcji) bądź na podwyższenie kapitału zakładowego. Decyzje, dotyczące podziału zysku, pozostają w ścisłym związku z takimi aspektami funkcjonowania spółek, jak formułowanie i realizacja celu głównego, optymalizacja struktury finansowania czy koszt kapitału. W odniesieniu do spółek giełdowych, w przypadku występowania mocnej formy efektywności rynku kapitałowego, istnieje duże prawdopodobieństwo przekładania się tych decyzji na poziom kursów akcji.

Wynika z tego, że dzieląc zysk, menedżerowie, zarządzający spółką, muszą przyjąć pewien sposób postępowania, oparty na określonej strategii. Mając na względzie cel główny przedsiębiorstwa, funkcjonującego według zasad rynkowych, strategię podziału zysku w spółce akcyjnej należałoby określić jako działalność władz spółki (zarządu, walnego zgromadzenia akcjonariuszy), polegającą na wykorzystaniu podziału zysku do tworzenia i utrwalania warunków, sprzyjających pomnażaniu kapitału wniesionego do spółki przez akcjonariuszy i umacnianiu jej pozycji rynkowej. Jednym z elementów tej strategii jest podejmowanie decyzji o wypłacie dywidendy. Wybrany aspekt polityki dywidend, w świetle obowiązujących od 2000 r. prawnych unormowań funkcjonowania polskich spółek akcyjnych, poświęcony jest niniejszy artykuł.

* Dr hab. prof. nadzw. Zakład Finansów Korporacji UŁ.

1. DECYZYJNE UWARUNKOWANIA POLITYKI DYWIDEND

Konkretyzując sformułowany na wstępie cel przedsiębiorstwa, można przyjąć, że pomnażanie kapitału, wniesionego do spółki przez akcjonariuszy, realizowane jest poprzez wzrost wartości rynkowej akcji i wypłatę dywidend, natomiast umacnianiu pozycji rynkowej służy rozwój, możliwy dzięki podejmowanym inwestycjom. Decyzje, dotyczące wypłat dywidendy, odgrywają w tym przypadku rolę szczególną, na tyle istotną, że w teorii i praktyce powszechnie określa się je mianem polityki dywidend¹. Polityka dywidend jest wyborem między interesem przedsiębiorstwa i jego potrzebami kapitałowymi a indywidualnymi oczekiwaniami właścicieli i potencjalnych inwestorów². Problem decyzyjny, związany z wypłatą dywidendy, opisuje się w literaturze również jako tzw. „łamigłówkę dywidendową”, akcentując rolę trzech sił, oddziałujących na politykę dywidend: menedżerów, akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów, których interesy są sprzeczne³.

Optymalizacja polityki dywidend sprowadza się do wyznaczania prawidłowej relacji pomiędzy bieżąco wypłacanymi dywidendami a przyszłym wzrostem wartości spółki. Uprawnionym do podjęcia decyzji o wypłacie dywidendy i jej wysokości jest właściciel przedsiębiorstwa, a więc w przypadku spółki akcyjnej jej akcjonariusze – konkretnie walne zgromadzenie akcjonariuszy, które decyduje o ostatecznym podziale zysku. Faktycznie jednak optymalizacja polityki dywidend wchodzi w zakres obowiązków menedżerów, zarządzających spółką. To ich zadaniem jest przygotowanie decyzji, dotyczących transferu zysku do właścicieli w postaci dywidend, w ten sposób, aby uwzględnić zarówno bieżące i przyszłe cele spółki, związane z jej funkcjonowaniem i rozwojem, jak i interesy oraz preferencje akcjonariuszy.

Preferencje akcjonariuszy rozpatrywać należy w kontekście problemu substytucji dywidendy przez zyski kapitałowe. Akcjonariusze porównują aktualną (bieżącą) wartość przyszłych zysków kapitałowych (będących rezultatem wzrostu wartości akcji) z wysokością wypłacanej dywidendy. Jest to dylemat: czy zyski kapitałowe i dywidendy są w ocenie akcjonariuszy tożsame. Ogólnie można dokonać podziału akcjonariuszy na tych, którzy są zainteresowani wysokimi dywidendami (preferujący bieżący dochód) oraz

¹ Por. M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business” 1961, No. 34; M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999; A. N. Duraj, *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

² G. Łukasik, *Polityka podwyższania kapitału w spółce akcyjnej – szanse i zagrożenia*, [w:] *Problemy finansów przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2004, s. 147.

³ J. Socha, *Rynek. Gielda. Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998, s. 299.

tych, którzy spodziewają się niskich dywidend, oczekując wzrostu cen akcji i znaczących zysków kapitałowych. Do pierwszej grupy należą przede wszystkim akcjonariusze zainteresowani posiadaniem akcji, bez zamiaru ich sprzedaży – dla nich dywidenda jest jedynym źródłem dochodu z zainwestowanego kapitału. Drugą grupę stanowią akcjonariusze, zamierzający w dłuższej perspektywie czasowej pozbyć się akcji – dla nich o wiele ważniejsza jest rosnąca tendencja giełdowych kursów akcji, której sprzyja rozwój spółki, możliwy dzięki zatrzymywaniu zysków. Prowadząc politykę wysokich bądź niskich dywidend, spółka spełnia oczekiwania tylko jednej grupy (tzw. magnetyzm zysków lub dywidend)⁴.

Tak ujmowany problem optymalizacji polityki dywidend rozpatrywany jest z punktu widzenia realizacji celu głównego przedsiębiorstwa, rozpatrywanego od strony aktualnych akcjonariuszy. Politykę dywidend należy rozważać również w kontekście powiązań spółki z rynkiem kapitałowym. Jest to szczególnie istotnie w odniesieniu do spółek publicznych, których akcje są przedmiotem obrotu giełdowego. Giełda umożliwia spółkom pozyskiwanie kapitału w drodze nowych emisji akcji. Ten sposób finansowania rozwoju możliwy jest do zastosowania wówczas, gdy spółka jest pozytywnie oceniana przez potencjalnych inwestorów. Systematyczna wypłata dywidend jest jednym z kryteriów tej oceny. Przy klarownej polityce dywidend inwestor giełdowy może przewidzieć z większym prawdopodobieństwem dochód z dywidend niż dochód ze zmian kursu akcji. W literaturze ekonomicznej problem informacyjnej zawartości dywidend rozpatrywany jest w aspekcie teorii asymetrii informacji⁵. Dotyczy to m. in. faktu, że dane, dotyczące wielu sfer działalności przedsiębiorstwa, nie są ujawniane, a wypłacane dywidendy traktowane są jako główne źródło informacji o spółkach, decydujące o kierunkach lokowania kapitału przez inwestorów.

Zbyt wysokie dywidendy zapewniają wprawdzie posiadaczom akcji stabilne dochody bieżące, ograniczają jednak rozwój spółki i w długim okresie przyczyniają się do zmniejszenia efektywności jego funkcjonowania. Ponadto niektórzy inwestorzy interpretują wypłatę wysokich dywidend jako informację o ograniczonych perspektywach rozwojowych przedsiębiorstwa. W konsekwencji prowadzi to do spadku zainteresowania spółką na rynku kapitałowym i obniżenia jej wartości rynkowej. Z kolei niskie dywidendy lub całkowity ich brak nie tylko nie gwarantują posiadaczom akcji dochodów bieżących, ale są niekorzystnie odbierane przez rynek kapitałowy. Informacja o rezygnacji z wypłaty dywidendy lub niskim ich poziomie traktowana jest jako sygnał o złej i niestabilnej sytuacji finansowej spółki.

⁴ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 202.

⁵ G. Łukasik, *op. cit.*, s. 147.

Liczne badania, poświęcone preferencjom inwestorów w kwestii: wypłata dywidendy czy oczekiwanie na wzrost kursów akcji, nie przyniosły rozstrzygających rezultatów. Historycznie pierwszy model polityki dywidendowej, opracowany przez M. Millera i F. Modiglianiego, mówi, że wartość przedsiębiorstwa nie zależy od sposobu podziału zysku i dla inwestorów nie ma różnicy między dochodowością dywidendy i dochodowością zysków zatrzymanych⁶. Z kolei M. Gordon i J. Lintner wykazali, że inwestorzy wyżej cenią dochody z dywidend niż dochody z zysków kapitałowych⁷. Podobnego zdania są J. Czekaj i Z. Dresler⁸.

W tej sytuacji słuszne wydają się konkluzje sformułowane przez J. Duraję oraz D. Zarzeckiego. J. Duraja stwierdza mianowicie, że w nurcie rozważań na politykę dywidend należy uwzględnić i ten wątek, w którym podkreśla się, że „przedsiębiorstwa na ogół niechętnie zmniejszają dywidendy i że nie podnoszą dywidend, jeżeli nie przewidują wyższych lub przynajmniej stabilnych zysków w przyszłości. Zmniejszenie dywidend sygnalizuje tym samym niższe przewidywane zyski”⁹. Z kolei zdaniem D. Zarzeckiego, „niepłacenie dywidend ma sens jedynie wówczas, gdy zarząd dysponuje zestawem projektów inwestycyjnych, gwarantujących zwrot przewyższający koszt kapitału. Wówczas rezygnacja z dywidend lub niski ich poziom są uzasadnione oczekiwaniem na wyższe dywidendy w przyszłości. Jeżeli brak jest atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, jedynym racjonalnym rozwiązaniem jest wypłacanie wygenerowanych nadwyżek w postaci dywidend”¹⁰.

2. PRAWNE I PROCEDURALNE ASPEKTY WYPŁATY DYWIDEND

Obowiązujący od 2001 r. kodeks spółek handlowych¹¹ wprowadził dość istotne zmiany, dotyczące wypłat dywidend, w porównaniu do wcześniej obowiązujących przepisów. Zmiany te odnoszą się w szczególności do spółek publicznych. Dywidenda, wypłacana przez spółkę, jest ściśle związana z podziałem akcji na zwykłe, uprzywilejowane oraz nieme.

⁶ M. H. Miller, F. Modigliani, *op. cit.*, s. 411–443.

⁷ M. Gordon, *Optimal Investment and Financing Policy*, „Journal of Finance”, May 1963, s. 264–265; J. Lintner, *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply Capital to Corporations*, „Review of Economics and Statistics”, August 1962, s. 246–250.

⁸ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 106.

⁹ J. Duraja, *op. cit.*, s. 201.

¹⁰ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 171.

¹¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037; nowelizacja ustawy z 12 grudnia 2003 r., DzU 2003, nr 229, poz. 2276.

Artykuł 351, par. 2 k.s.h. wprowadza zakaz wydawania akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu przez spółki publiczne. Jednocześnie dywidenda od akcji uprzywilejowanej nie może przewyższać więcej niż o połowę dywidendy z akcji zwykłej (art. 353, par. 1 k.s.h.). Nowym rozwiązaniem jest również ograniczenie dla akcji uprzywilejowanych prawa pierwszeństwa do wypłaty dywidendy przed dywidendami z akcji zwykłych. W praktyce oznacza to, że dywidenda od akcji uprzywilejowanej może być wprawdzie wyższa od dywidendy z akcji zwykłej, ale warunkiem wypłaty dywidendy „uprzywilejowanej” jest jednocześnie wypłacenie dywidendy „zwykłej”.

Akcje nieme są akcjami uprzywilejowanymi w zakresie dywidendy, lecz nie uprawniają do głosowania (art. 353, par. 3 k.s.h.). W odniesieniu do akcji niemej nie obowiązują ograniczenia w zakresie wysokości dywidendy oraz pierwszeństwa jej wypłaty. Statut spółki może przewidywać, że akcjonariuszowi uprawnionemu z akcji niemej, któremu nie wypłacono w pełni lub częściowo dywidendy w danym roku obrotowym, przysługuje wyrównanie z zysku w następnych latach, nie później jednak niż w ciągu kolejnych 3 lat obrotowych.

Warto zwrócić jeszcze uwagę na jeden fakt istotny z punktu widzenia polityki dywidend. Zgodnie z art. 348, par. 1, kwoty przeznaczone do podziału między akcjonariuszami nie mogą przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o zysk przeniesiony z kapitałów rezerwowych, utworzonych w tym celu w poprzednich latach, pomniejszonego o poniesione straty oraz o kwoty umieszczone w kapitałach rezerwowych, utworzonych zgodnie z k.s.h. lub statutem, które nie mogą być przeznaczane na wypłatę dywidend. Na dywidendy może być przeznaczony zysk z kapitałów rezerwowych, utworzonych w okresie nieprzekraczającym ostatnich 3 lat obrotowych. Maksymalną kwotę, przeznaczoną na wypłatę dywidend, określa wzór¹²:

$$D_{max} = Z_{ro} + K_{rlp} + S + F_{rnd}$$

gdzie:

D_{max} – maksymalna kwota dywidendy;

Z_{ro} – zysk netto roku obrachunkowego, pomniejszony o obowiązkowy odpis na kapitał zapasowy;

K_{rlp} – zysk z poprzednich lat, przeniesiony z kapitałów rezerwowych, utworzonych w celu wypłaty dywidend w okresie do ostatnich 3 lat obrotowych;

S – niepokryte straty;

F_{rnd} – kwoty kapitałów rezerwowych, które nie mogą być przeznaczane na wypłatę dywidend.

¹² D. Krzywoda, *Kapitały własne spółek w Kodeksie spółek handlowych i ustawie o rachunkowości*, „Rachunkowość” 2002, s. 8.

Wartość, określona według powyższego wzoru, stanowi górną granicę zysku, którą walne zgromadzenie akcjonariuszy może w drodze uchwały przeznaczyć na dywidendy. Przy realizacji tej uchwały, kwotę dywidend do wypłaty należy pomniejszyć o ewentualne zaliczki, wypłacone z tego tytułu.

Możliwość wypłat zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy to kolejny element strategii podziału zysku, związanej dywidendą, usankcjonowany art. 349 k.s.h. Na mocy statutu zarząd spółki, za zgodą rady nadzorczej, może być upoważniony do wypłaty zaliczki dywidendowej, pod warunkiem że spółka posiada wystarczające środki finansowe, a jej sprawozdanie za ostatni rok obrotowy, zbadane przez biegłego rewidenta, wykazało zysk. Maksymalna kwota zaliczki stanowi połowę zysku za bieżący rok obrotowy, wykazanego w zbadanym przez biegłego rewidenta, śródrocznym sprawozdaniu finansowym, powiększonego o niewypłacone zyski z lat poprzednich, umieszczone w kapitałach rezerwowych, przeznaczonych na wypłatę dywidend oraz pomniejszonego o niepokryte straty z lat poprzednich i kwoty obowiązkowych kapitałów rezerwowych. W postaci wzoru maksymalną kwotę zaliczki określić można następująco¹³:

$$Z_{max} = \frac{1}{2}Z_{ro} + K_{rlp} - S + F_{rnda}$$

gdzie:

Z_{max} – maksymalna kwota zaliczki na dywidendy;

$\frac{1}{2}Z_{ro}$ – połowa zysku osiągniętego w nie zakończonym jeszcze roku obrotowym.

Ważnym aspektem polityki dywidend jest procedura jej wypłaty. Kwestie proceduralne uregulowane są w kodeksie spółek handlowych, a w odniesieniu do spółek publicznych także w uchwałach Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie¹⁴. Dotyczy to przede wszystkim terminów podjęcia decyzji o płaceniu dywidendy, ustalenia prawa do dywidendy i wypłaty dywidendy. Rozróżnienie tych terminów jest ważne zwłaszcza w odniesieniu do spółek publicznych, albowiem stanowi jeden z czynników, wpływających na kształtowanie się kursów giełdowych akcji.

Termin ogłoszenia decyzji o płaceniu dywidendy określany jest mianem „dnia deklaracji dywidendy”. Podjęcie decyzji w tej sprawie odbywa się

¹³ *Ibidem*, s. 8.

¹⁴ Uchwała nr 189/98 z 30 marca 1998 r. oraz uchwała nr 400/98 z 22 lipca 1998 r. Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA.

w formie uchwały, z reguły przy zatwierdzaniu przez walne zgromadzenie akcjonariuszy rocznego sprawozdania finansowego. Spółka zobowiązana jest niezwłocznie powiadomić giełdę o przeznaczeniu zysku na dywidendę i jej wysokości, jak również o terminach ustalenia prawa do dywidendy i wypłaty dywidendy. Dzień ustalenia prawa do dywidendy (określany także jako „dzień prawa poboru dywidendy”) nie może być wyznaczony później niż w terminie 2 miesięcy od dnia podjęcia decyzji o wypłacie dywidendy (art. 348, par. 2 k.s.h.), a w przypadku spółek publicznych nie później niż w terminie 3 miesięcy, licząc od tego dnia (art. 348, par. 3 k.s.h.). Zgodnie z regulacjami obowiązującymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, pomiędzy dniem deklaracji dywidendy a dniem ustalenia prawa do poboru dywidendy powinien upłynąć okres co najmniej 2 tygodni. Brak jest obligatoryjnych unormowań, dotyczących maksymalnego terminu wypłaty dywidendy: wypłata może być dokonywana w ratach, natomiast między dniem ustalenia prawa do dywidendy a dniem wypłaty dywidendy musi upłynąć co najmniej 10 dni.

W tabeli kursów, obok wyników sesji, giełda podaje informacje, czy akcje są sprzedawane z prawem do dywidendy, czy już bez niego. Przez kolejne trzy sesje do dnia ustalenia prawa do dywidendy włącznie kurs akcji podawany jest z oznaczeniem „zd” (z dywidendą) i przez kolejne trzy sesje giełdowe po dniu ustalenia prawa do dywidendy z oznaczeniem „bd” (bez dywidendy).

Chcąc otrzymać dywidendę, akcjonariusz powinien zatem posiadać akcję spółki na 3 dni sesyjne przed dniem prawa do dywidendy i oczywiście w dniu ustalenia prawa poboru dywidendy. Akcjonariusz posiada uprawnienia do dywidendy nawet wówczas, gdy sprzeda akcje po dniu prawa do dywidendy, ale przed terminem wypłaty dywidendy.

Dla kształtowania się kursów giełdowych istotne są wszystkie trzy terminy. Ogłoszenie decyzji o przeznaczeniu zysku na dywidendy z reguły skutkuje wzrostem kursu akcji i tendencja ta utrzymuje się do dnia ustalenia prawa do dywidendy. Następnie kurs akcji ulega obniżeniu. Także po dniu wypłaty dywidendy ceny akcji spadają, albowiem następuje obniżenie wartości netto przedsiębiorstwa o kwotę wytransfowanego zysku. Spółki zainteresowane są maksymalnym wydłużaniem zwłaszcza terminów wypłat dywidend, starając się wykorzystać środki, przeznaczone na dywidendy, na dofinansowanie swojej działalności. W dniu deklaracji dywidend o ich kwotę pomniejszone są zyski, wygospodarowane przez spółkę: jest to jednak jedynie zapis księgowy, albowiem zadeklarowana dywidenda staje się zobowiązaniem bieżącym i w dalszym ciągu, do momentu wypłaty dywidend, stanowi źródło finansowania spółki.

3. STRATEGIE POLITYKI DYWIDEND

W zagranicznej i krajowej literaturze ekonomicznej znajdujemy szereg prób systematyzacji strategii, którymi kierują się spółki, podejmując decyzje o wypłacie dywidend. Konstruowane są modele i teorie polityki dywidend, rozpatrywane czy to z punktu widzenia wpływu dywidendy na wartość spółki i cenę rynkową akcji, czy z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych na rynku giełdowym. Nie podejmując wątku rozważań teoretycznych w tym zakresie, przyjmiemy założenie, że dla spółki publicznej bardzo ważny jest jej wizerunek, utrwalony wśród uczestników rynku kapitałowego, jako przedsiębiorstwa, przynoszącego dochody posiadaczom akcji wyemitowanych przez spółkę i wprowadzonych do obrotu giełdowego. Z założenia tego wynika, że wypłata dywidend jest zjawiskiem normalnym w sytuacji, gdy spółka osiąga dobre wyniki finansowe.

Polityka dywidend powinna być długofalowa i wyraźnie sprecyzowana, ogłoszona w prospektach emisyjnych lub komunikatach spółki, aby inwestor miał okazję zapoznania się ze stanowiskiem firmy w tym względzie. Mówimy wówczas, że polityka dywidend realizowana jest według określonej strategii. Nie wszystkie polskie spółki publiczne dokładnie informują o długofalowych zamierzeniach, dotyczących podziału zysku, mimo że w miarę systematycznie wypłacają dywidendy. Nie oznacza to, iż nie prowadzą one polityki dywidend – zadaniem badacza i analityka jest identyfikacja strategii, z jakimi mamy do czynienia w tym obszarze. Podstawę oceny strategii polityki dywidend stanowią mogą powszechnie znane inwestorom giełdowym miary dywidendy, takie jak: wartość dywidendy na jedną akcję, wskaźnik wypłat dywidend (udział wartości wypłaconych dywidend w zysku netto do podziału), relacja dywidendy do zysku EPS (stosunek dywidendy na jedną akcję do zysku netto na jedną akcję za ostatnie 4 kwartały) czy stopa dywidendy (procentowa relacja dywidendy, przypadającej na jedną akcję do kursu giełdowego akcji). Przydatność ostatniej z wymienionych miar w ocenie polityki dywidend jest dość ograniczona, ponieważ poziom stopy dywidendy zależy od bieżącego kursu akcji, a więc jest zmienny. Także relacja dywidendy do zysku EPS zmienia się co 3 miesiące (wraz z publikowaniem przez spółkę kwartalnych sprawozdań finansowych)¹⁵.

Na podstawie analizy wskaźnika poziomu dywidend na jedną akcję oraz wskaźnika wypłat dywidend w spółkach płacących je regularnie wyodrębnić można trzy podstawowe strategie polityki dywidend¹⁶:

¹⁵ M. Wypych, *Dywidenda jako wyznacznik pozycji rynkowej spółek giełdowych*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2003, nr 974, s. 378.

¹⁶ N. Duraj, *op. cit.*, s. 87–93; M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 95–103.

- polityka stabilnej wielkości dywidendy;
- polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy;
- rezydualna polityka dywidendy.

Założeniem polityki stabilnej wielkości dywidendy jest dążenie do zapewnienia w dłuższym okresie względnie stałej lub rosnącej dywidendy na jedną akcję. Opiera się ona na przekonaniu, że płacenie stabilnych dywidend przyczynia się do wzrostu cen rynkowych akcji i świadczy o dobrej kondycji finansowej spółki. Polityka stabilnej wielkości dywidendy uwzględnia niekiedy stopę inflacji, co w praktyce oznacza stały realny, a nie nominalny poziom dywidendy¹⁷. Czynnikiem, ułatwiającym realizację tego rodzaju strategii, jest możliwość dokonywania odpisów z zysku netto na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na dywidendy: odpisów dokonuje się, gdy spółka generuje stosunkowo wysokie zyski, a zgromadzone kapitały wykorzystuje się, gdy spółka ponosi straty lub gdy wypracowany w danym okresie zysk nie wystarcza na wypłatę dywidend na poziomie satysfakcjonującym akcjonariuszy.

Polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy opiera się na założeniu ścisłego powiązania dywidendy z wynikiem finansowym netto. Przyjęcie takiej strategii nie naraża spółki na ryzyko, że wypłata dywidendy może zagrozić pogorszeniu płynności finansowej. Strategia tego rodzaju jest mobilizującą dla kadry zarządzającej w kierunku poprawy rentowności. Ważną kwestią jest w tym przypadku ustalenie poziomu wskaźnika wypłat na takim poziomie, aby zadowolili akcjonariuszy i jednocześnie pozwalał na finansowanie zamierzonych projektów inwestycyjnych. Oczywiście konsekwencją takiej strategii jest występowanie znacznych wahań w poziomie wypłacanej dywidendy, zależy ona bowiem od poziomu wygospodarowanego zysku. Inwestorzy, zainteresowani posiadaniem akcji spółek wypłacających dywidendy zgodnie z opisywaną strategią, zmuszeni są do stałego śledzenia sytuacji finansowej spółek, których są współwłaścicielami.

W przypadku rezydualnej polityki dywidend przy podziale zysku potrzeby inwestycyjne uznaje się za nadrzędne w stosunku do decyzji, dotyczących wypłat dywidend. Podstawę takiej strategii tworzy preferencja inwestorów do zatrzymywania i reinwestowania zysków, wywodząca się z przekonania, że stopa zwrotu z zysków reinwestowanych przekracza przeciętną stopę zwrotu, jaką mogliby osiągnąć z innych inwestycji o podobnym ryzyku¹⁸. Spółki, stosujące rezydualną politykę dywidend, nie określają docelowych wskaźników wypłat ani poziomu dywidend przypadających na jedną akcję, gdyż zależą one od kwoty wygospodarowanego zysku oraz od planów inwestycyjnych. Jeżeli spółka zamierza rozpocząć realizację projektu inwestycyjnego, przeznaczając na dywidendy mniejsze zyski lub nie

¹⁷ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996, s. 233.

¹⁸ J. Duraj, *op. cit.*, s. 203.

wypłaca dywidendy w ogóle. Realizacja inwestycji powinna zaowocować wypłatą wyższych dywidend w latach następnych.

W uzupełnieniu dodajmy, że w literaturze przedmiotu wymienia się także politykę „zerowej stopy wypłat dywidendy”, podobnie jak i politykę „100% stopy wypłat dywidendy”. Sytuacje takie mają również miejsce w praktyce. Te dwa rodzaje polityki dywidend mają charakter ekstremalny i są możliwe do realizacji w krótkim okresie. Spółki, przeznaczające cały zysk na dywidendy, stosunkowo szybko zaczynają odczuwać brak kapitału, co prowadzi do spowolnienia rozwoju i w konsekwencji do znacznego ograniczenia poziomu dywidend, a nawet całkowitego zaprzestania ich wypłaty. Z kolei spółki, niewypłacające dywidend, mogą mieć problemy z pozyskiwaniem kapitału w drodze nowych emisji akcji.

4. POLITYKA DYWIDEND W PRAKTYCE – WYBRANE ASPEKTY

Analiza polityki dywidend w warunkach polskich ma uzasadnienie od momentu, gdy rynek giełdowy osiągnął pewien poziom rozwoju i gdy spółki zaczęły wypracowywać własne metody podziału zysku i pozyskiwania środków na cele inwestycyjne. Zaczęto zwracać uwagę na potrzebę zachowania równowagi pomiędzy zyskami wytransferowanymi a zapotrzebowaniem na kapitały inwestycyjne. Obecność na giełdzie relatywnie dużej liczby spółek i pojawianie się coraz to nowych spowodowały, że zaistniał między nimi element konkurencji w zdobywaniu inwestorów. Wypłata dywidend stała się jednym ze sposobów przyciągania akcjonariuszy. Rozwój rynku kapitałowego zaczął także sprzyjać wzrostowi świadomości inwestorów giełdowych, zmieniło się podejście do dochodów z akcji. Menedżerowie, zarządzający spółkami giełdowymi, zaczęli dostrzegać znaczenie dywidend w kształtowaniu cen akcji i w realizacji głównego celu przedsiębiorstwa. Warunki te zaczęły być spełniane w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia.

W tabeli 1 przedstawiono dane, dotyczące wypłat dywidend w spółkach giełdowych w latach 1995–2004. Do 1998 r. odsetek spółek, wypłacających dywidendę, przekraczał 30%. W 1999 r. co czwarta spółka płaciła dywidendę, a w 2001 r. jedynie co piąta spółka, na co wpływ miały niekorzystne wyniki finansowe, a także fakt, że nie doszło do skutku szereg planowanych emisji akcji i spółki zmuszane były do zatrzymywania zysku. Dywidendę za 2003 r. wypłaciło ponad 30% spółek obecnych na giełdzie. Z punktu widzenia polityki dywidendy istotny jest fakt, że znaczna liczba spółek wypłaca dywidendę systematycznie. Spółek takich blisko 40. Oznacza to, że polski rynek kapitałowy stabilizuje się, a spółki doceniają znaczenie dywidendy w kształtowaniu swego wizerunku u inwestorów giełdowych. Z drugiej jednak

strony należy podkreślić, że zbliżona liczba spółek nie wypłaca dywidendy w ogóle, mimo generowania zysków – świadomie realizują one zatem politykę „zerowej” dywidendy, która w dłuższej perspektywie czasowej może okazać się nie do utrzymania.

Tabela 1. Liczba spółek giełdowych wypłacających dywidendy za lata 1995–2003

Rok	Liczba spółek		Odsetek spółek płacących dywidendę
	giełdowych (bez NFI)	wypłacających dywidendę	
1995	65	31	47,7
1996	83	33	39,7
1997	128	47	36,7
1998	183	65	35,5
1999	206	53	25,7
2000	211	62	29,4
2001	216	46	21,6
2002	202	52	25,7
2003	189	59	31,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Rocznika Giełdowego” za lata 1996–2004.

W kolejnej tabeli zestawiono informacje, pozwalające odpowiedzieć na pytanie, czy polskie spółki giełdowe prowadzą długofalową politykę dywidendy oraz jakiego rodzaju strategię polityki dywidendowej preferują. Analizie poddano 20 spółek giełdowych, które w latach 2002–2004 systematycznie dzieliły się zyskiem z akcjonariuszami, bądź rozpoczęły systematyczną wypłatę dywidend. Wyboru dokonano sugerując się głównie wysokością kwoty dywidendy i poziomem stopy wypłat dywidendy. Ponieważ niektóre spółki wypłatę dywidend finansowały z funduszy zgromadzonych w latach wcześniejszych, inne z kolei dokonywały odpisu zysku na fundusze dywidendowe, wskazane było uwzględnienie także relacji między kwotą dywidendy a wartością zysku na jedną akcję. Zamieszczono także informacje o poziomie stopy dywidendy (procentowa relacja dywidendy do ceny rynkowej akcji), aby ocenić znaczenie dywidend dla rentowności inwestycji w akcje.

Odpowiedź w kwestii długofalowej polityki dywidendy, rozumianej jako systematyczne płacenie dywidend, jest pozytywna. Jednocześnie wyraźnie daje się zauważyć wpływ poprawy kondycji finansowej spółek na poziom kwoty

Tabela 2. Zestawienie wskaźników charakteryzujących strategię dywidendową wybranych spółek notowanych na WGPW

Spółka	Kwota dywidendy za rok (zł)			Stopa wypłaty dywidendy za rok (%) ^a			Relacja dywidendy do EPS ^b		Stopa dywidendy (%) ^c			
									Stan na 31.12.			
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Efekt	0,40	0,40	0,40	100,0	—	37,5	2,67	−0,34	0,66	1,82	6,11	5,10
Pekao	3,80	4,50	4,50	50,3	94,4	81,2	0,50	0,94	0,81	4,76	4,58	4,17
Krosno	1,00	2,50	2,50	82,0	81,0	46,8	0,82	0,81	0,46	2,22	5,95	3,13
Handlowy	1,25	1,85	1,85	96,2	96,9	95,0	0,96	0,97	0,95	1,97	2,50	3,21
PKN Orlen	0,12	0,09	0,54	13,8	7,9	21,1	0,14	0,08	0,21	0,62	0,48	0,48
BPHPBK	3,80	2,40	8,70	30,4	30,1	77,3	0,74	0,30	0,77	1,69	0,50	2,45
BZWBK	0,42	0,74	0,32	20,6	19,8	100,0	0,21	0,20	1,00	0,86	0,96	0,42
Jella	2,20	3,00	2,50	58,7	56,8	78,6	0,49	0,57	0,79	3,85	6,38	5,21
Talex	0,20	0,80	0,50	29,9	30,4	39,0	0,30	0,30	0,39	1,90	5,80	2,58
Dębica	0,30	5,60	7,80	46,1	99,2	100,0	0,46	0,99	1,00	0,94	11,39	6,09
Świecie	1,68	4,79	5,00	58,7	99,2	99,0	0,58	1,49	1,70	5,85	12,60	6,48
Stalprofil	0,50	0,70	2,50	19,8	16,4	14,5	0,19	0,16	0,15	7,04	5,60	3,23
Apator	0,60	1,50	1,70	81,1	66,7	46,4	0,81	0,66	0,46	5,08	6,38	4,00
Lentex	0,70	0,80	0,88	55,1	75,3	85,0	0,55	0,75	0,85	4,35	5,51	3,74
Żywiec	—	20,0	20,0	—	92,3	100,0	—	2,88	1,10	—	5,15	4,61
Grajewo	—	10,32	11,98	—	94,4	100,0	—	0,94	1,00	—	18,73	7,22
TPSA	—	0,10	0,12	—	16,7	11,2	—	0,17	0,11	—	0,76	0,79
Polifarb C/W	—	0,10	0,15	—	88,4	64,1	—	0,38	0,64	—	1,23	1,22
Będzin	—	1,50	1,65	—	47,5	5,2	—	0,85	0,88	—	15,0	4,34
Proizprzem	—	0,30	0,40	—	—	70,7	—	0,86	0,71	—	6,54	4,12

^a Udział zysku, przeznaczanego w danym roku na dywidendy i na fundusz dywidendowy w zysku netto.^b Stosunek kwoty dywidendy, wypłaconej w danym roku, do zysku netto na jedną akcję.^c Procentowa relacja kwoty dywidendy na jedną akcję, wypłaconej za dany rok, do ceny rynkowej akcji na koniec roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Rocznika Giełdowego” za lata 2001–2003 oraz serwisu informacyjnego Interia.pl.

dywidendy: dywidendy, płacone w latach 2002 i 2003, są wyższe niż w roku 2001, a niektóre spółki dopiero od 2002 r. zaczęły wypłacać (lub wznowiły wypłatę) dywidendy. Przy realizacji polityki dywidend spółki zwracają większą uwagę na kwotę dywidendy niż stopę wypłat dywidend. Preferowana jest strategia stabilnej wielkości dywidend z tendencją do nieznacznego jej wzrostu: spośród objętych analizą 20 spółek połowie można przypisać ten rodzaj strategii. W pięciu przypadkach mamy do czynienia z dynamicznym wzrostem kwoty dywidendy, a w pozostałe pięć realizuje rezydualną politykę dywidendy.

Spółki zaczęły wykorzystywać unormowania zawarte w kodeksie spółek handlowych, umożliwiające stabilizację polityki dywidendowej (odpisy z zysku na rezerwową fundusz z przeznaczeniem na dywidendy w latach przyszłych). Znajduje to odzwierciedlenie w kształtowaniu się relacji dywidendy do zysku na jedną akcję. W kilku przypadkach relacja ta jest wyższa od jedności, co oznacza, że spółka na dywidendy wykorzystwała środki zgromadzone w latach poprzednich (Świecie, Żywiec, Efekt). Jedną z wymienionych spółek wypłacała dywidendy za rok obrotowy, w którym poniosła stratę (Efekt). Oto konkretne fakty ilustrujące tego rodzaju sytuację¹⁹:

- spółka Będzin w roku 2004 przeznaczyła na dywidendy jedynie 310,1 tys. zł z zysku za rok 2003 (zysk w tym roku wyniósł 5940 tys.), co w przeliczeniu na jedną akcję wyniosło 9 gr; pozostałą część: 4886,1 tys. zł (1,56 zł na jedną akcję), sfinansowano z kapitału rezerwowego, utworzonego z zysku za rok 2002;

- spółka Świecie w roku 2004 na dywidendy przeznaczyła cały zysk, wygospodarowany w roku 2003 (147,6 mln zł, w przeliczeniu na jedną akcję 2,91 zł) oraz wykorzystwała 104 mln zł z kapitału zapasowego (2,09 zł na jedną akcję).

- spółka Żywiec cały zysk za rok 2002 przeznaczyła na zasilenie funduszu rezerwowego z przeznaczeniem na dywidendy w latach przyszłych, natomiast dywidendę za rok 2002 (126,7 mln zł, tj. 20 zł na jedną akcję) wypłacono ze zgromadzonych środków na tym funduszu wcześniej; rozwiązanie takie przyjęto, ponieważ środki, gromadzone na funduszu rezerwowym, muszą zostać wykorzystane na dywidendę w okresie nieprzekraczającym 3 lat od dokonania odpisu.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że cały, lub niemal cały, zysk przeznaczają na dywidendy głównie spółki, w których dominującym akcjonariuszem jest inwestor zagraniczny. Tak jest w przypadku spółek: Żywiec, Świecie, Grajewo, Dębica, Pekao, Handlowy. Podmioty zagraniczne pełnią tu rolę inwestorów strategicznych, zainteresowanych długoterminowym posiadaniem akcji. Dywidenda stanowi dla nich dochód z kapitału zainwestowanego w nabycie akcji. Mniejsze znaczenie ma wzrost cen akcji, albowiem nie mają one zamiaru się ich pozbywać – wręcz przeciwnie ich celem może być dalsze zwiększanie udziałów, co jest łatwiejsze przy niskim kursie akcji. Dowodem na to może być

¹⁹ Na podstawie internetowego serwisu informacyjnego Interia.pl.

stosunkowo wysoki poziom stopy dywidendy w odniesieniu do akcji spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych. Dla spółek: Dębica, Grajewo, Świecie, Żywiec stopa dywidendy w latach 2002 i 2003 przewyższała nawet rentowność obligacji skarbowych. Jednak posiadanie akcji wyłącznie w celu otrzymywania dochodów w postaci dywidend nie jest działaniem racjonalnym.

O atrakcyjności polskiego rynku giełdowego dla inwestorów zagranicznych może świadczyć również porównanie renomowanych polskich spółek z wybranymi spółkami, notowanymi na giełdzie nowojorskiej i giełdach zachodnioeuropejskich (tabela 3). Polskie spółki płacą relatywnie wysokie dywidendy

Tabela 3. Porównanie wskaźników charakteryzujących dywidendy w spółkach notowanych na WGPW oraz na wybranych giełdach światowych (stan 3.12.2004 r.)

Spółka (giełda)	Kwota dywidendy (w euro) ^a	Relacja dywidendy do zysku na 1 akcję	Stopa dywidendy (%)
Warszawa			
TPSA	0,03	0,095	0,69
PKN Orlen	0,13	0,103	1,72
Pekao	1,08	0,643	3,41
Handlowy	0,44	0,645	3,04
BPHPBK	2,09	0,390	1,80
Żywiec	4,78	0,885	4,44
Dębica	2,09	0,889	7,57
Świecie	1,20	0,982	8,42
Grajewo	2,87	0,067	5,45
Stalprofil	0,60	0,097	1,58
Nowy York			
Boeing	0,60	0,232	1,44
General Motors	0,60	0,378	5,18
Coca Cola	0,75	0,523	2,46
McDonalds	0,41	0,348	1,76
Walt Disney	0,18	0,214	0,88
Paryż			
Danone	1,23	0,374	0,37
Carrefour	0,74	0,329	0,33
France Telecom	0,25	0,152	1,02
Amsterdam			
Philips	0,36	0,667	1,79
ING Groep	0,98	0,492	4,62
Unilever	2,37	0,846	4,94

^a Złote i dolary przeliczono na euro według kursów, obowiązujących w dniu 3.12.2002 r.
Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu informacyjnego Reuters.

(nawet w przeliczeniu na euro), przeznaczają stosunkowo dużo zysków na wypłatę dywidend, także stopa dywidend jest względnie wysoka. W szczególności odnosi się to do spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych.

Jednym z aspektów strategii dywidendowych jest manewrowanie przez spółki terminami, związanymi z procedurą wypłaty dywidendy. Tylko nieliczne spółki starają się skracać procedury, do tego stopnia, aby dywidendy zasilły konta akcjonariuszy jeszcze w maju. Jak wynika z zestawienia przedstawionego w tabeli 4, termin deklaracji dywidendy w ostatnich latach uległ znaczącemu wydłużeniu. O ile w roku 2002 ok. 40% spółek podało informację o przeznaczeniu zysku na dywidendy dopiero po 31 maja, to w roku 2003 w ten sposób postąpiło blisko 60% spółek. Ponad połowa spółek ustala termin prawa do dywidendy na miesiąc lipiec lub później, a 30% spółek wypłaca dywidendę we wrześniu lub później.

Tabela 4. Rozkład terminów deklaracji, prawa poboru i wypłaty dywidendy dla spółek notowanych na WGPW, które wypłaciły dywidendy za lata 2001–2003 (odsetek spółek)

Wyszczególnienie	Dywidenda za rok		
	2001	2002	2003
Termin deklaracji dywidendy			
do 30 kwietnia	28,3	20,8	15,0
1–31 maj	32,6	28,3	26,7
1 czerwca i później	39,1	50,9	58,3
Termin prawa poboru dywidendy			
do 31 maja	19,6	18,9	21,7
1–30 czerwiec	23,9	37,7	25,0
1–31 lipiec	47,9	32,1	43,3
1 sierpień i później	8,6	11,3	10,0
Termin wypłaty dywidendy			
do 31 maja	8,7	7,7	10,0
1–30 czerwiec	6,5	9,6	13,3
1–31 lipiec	23,9	34,6	21,7
1–31 sierpień	28,3	23,1	25,0
1 wrzesień i później	32,6	25,0	30,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.interia.pl.

W 2004 r. rekordzistami w wydłużaniu terminu płatności dywidend były spółki Holdikom i Lubawa. Obie poinformowały akcjonariuszy o płaceniu dywidendy w dniu 24 czerwca 2004 r.: pierwsza z wymienionych spółek dzień wypłaty dywidendy ustaliła na 10 grudnia (171 dni po ogłoszeniu deklaracji dywidendy), druga na 30 listopada (159 dni po deklaracji dywidendy).

Tradycyjnie spółkami stosunkowo najszybciej wypłacającymi dywidendy są:

- Świecie – w 2004 r. dzień deklaracji dywidendy przypadł na 29 marca, a dywidendę wypłacono 4 maja (w 2003 r. dywidendę spółka wypłaciła 13 maja, a w 2002 r. już 2 kwietnia);
- Pekao – w 2004 r. deklarację o dywidendzie ogłoszono 7 kwietnia, a dywidendę wypłacono 11 maja; podobnie było rok wcześniej (dzień deklaracji 8 kwiecień, a dzień wypłaty 9 maj);
- Żywiec – w 2004 r. decyzję o dywidendzie podjęto 20 kwietnia, a dywidendę wypłacono 27 maja (rok wcześniej dzień deklaracji 8 kwiecień, dzień wypłaty 13 maj).

*
* *
*

Polityka dywidend jest jednym z tych problemów współczesnych finansów, którego mimo wielu lat badań nie udało się wyjaśnić. Nadal nie wiadomo, jakie korzyści dzięki wypłacie dywidendy odnoszą firmy oraz inwestorzy. W opracowaniu zasygnalizowano złożoność decyzji dywidendowych, ze szczególnym zwróceniem uwagi na prawne i proceduralne aspekty, determinujące wypłatę dywidend. Przeprowadzona analiza miała charakter wycinkowy i trudno jest na jej podstawie jednoznacznie ocenić strategię polityki dywidend, realizowane przez polskie spółki giełdowe. Należy mieć nadzieję, że wraz z dalszym rozwojem rynku kapitałowego w Polsce polityka dywidend będzie coraz bardziej klarowna i stabilna. Stanie się wówczas ważnym wyznacznikiem pozycji rynkowej spółek i determinantem cen akcji. Uzasadnione wydaje się podejmowanie w przyszłości dalszych pogłębionych badań w tym zakresie.

Mirosław Wypych

DIVIDEND POLICY IN JOIN-STOCK COMPANY – CONDITIONS AND STRATEGIES

(Summary)

Profit division and the following dividend payment are one of the most important financial decisional aspects in a join-stock company. Paid dividend should favour the amassing of equity brought to the company by its owners and strengthen its capital market position. In this paper a few chosen dividend policy aspects are presented in the light of Polish join-stock company law in force since 2001. There are basic dividend policy strategies described as well. Theoretical considerations are supported by empirical studies made with Warsaw Stock Exchange facts.