

# Teoria i praktyka polityki wypłat dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych

Agnieszka Natasza Duraj

doktor, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego

Zasadniczym celem artykułu, złożonego z dwóch części, jest przedstawienie głównych celów polityki dywidendy i rezultatów badań empirycznych ukazujących praktyki jej wypłat przez spółki akcyjne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Tak postawiony cel opracowania wiąże się z potrzebą pełniejszego przedstawienia w części pierwszej opracowania pojęcia i znaczenia dywidendy, miejsca korzyści dywidendowych w korzyściach akcjonariuszy, kosztu dywidendy oraz form i modeli polityki wypłat dywidendy. Kwestie te — choć są dość często podnoszone w literaturze — nie są jednolicie rozumiane i interpretowane.

Brak szerszych i pełniejszych rezultatów badań empirycznych nad realizowaną polityką wypłat dywidendy przez polskie spółki akcyjne notowane na GPW (Giełda Papierów Wartościowych) w Warszawie oraz znaczenie tego problemu dla praktyki są istotną przesłanką wypełnienia tej luki. Ten zamiar naukowy odnajdujemy w części drugiej opracowania, zatytułowanej: „Wpływ działalności operacyjnej i inwestycyjnej na wypłatę dywidendy” i zawierającej rezultaty analizy związku korelacyjnego zachodzącego między rezultatami działalności operacyjnej i wypłatą dywidendy oraz inwestycjami i zadłużeniem przedsiębiorstwa a wypłatą dywidendy przez publiczne spółki akcyjne notowane na rynku podstawowym.

Przedstawione rezultaty analizy regresji za pomocą współczynnika korelacji Spearmana mają charakter badań dynamicznych i przestrzennych — sektorowych.

Zasadniczą podstawę rozważań stanowią założenia o potrzebie poszerzenia zakresu znaczeniowego polityki dywidendy, wzbogacenia oceny korzyści dywidendowych akcjonariuszy oraz o oddziaływaniu wielu różnorodnych czynników na politykę wypłat dywidendy w polskich spółkach akcyjnych. Założenie o potrzebie rozszerzenia znaczenia polityki dywidendy wynika z konieczności eksponowania *sui generis* „dwustrumieniowego” jej charakteru. Jest ona — generalnie biorąc — wydatkiem z tytułu działalności finansowej, a również określonym wpływem z działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Uzasadnienie rozpoznania czynników kształtujących politykę wypłat dywidendy w polskich spółkach akcyjnych znajduje odzwierciedlenie w potrzebie analizy modeli i zmiennych tej polityki oraz ich powiązania ze strategiami finansowymi przedsiębiorstwa.

# Część I. Pojęcie, formy i modele wypłat dywidendy

## 1. Pojęcie dywidendy i formy wypłat dywidendy

Pojęcie *dywidendy* można by wyprowadzić od łacińskiego słowa *dividendus*, co oznacza „podlegający podziałowi” [Słownik..., 1958, s. 171], a określenie *dividenda* odnieść od rezultatu owego podziału. Przyjęcie takiego znaczenia słowa „dywidenda” nie może się kojarzyć ze wszystkim, co jest wynikiem określonego podziału. W przeciwnym wypadku podstawę owego podziału mogłyby stanowić wszelakie przedmioty, podmioty, struktury i procesy złożone z co najmniej dwu elementów. Nie każdy przeto rezultat podziału może być jednoznaczny z dywidendą. Dywidendą nie jest podział kompetencji, odpowiedzialności czy też grup pracowniczych według kwalifikacji lub rodzaju wykształcenia i majątku rzeczowego między wierzycieli i właścicieli. Jednakże w przypadku gdy część przedsiębiorstwa ulega likwidacji, możemy mieć do czynienia z wypłatą tzw. dywidendy likwidacyjnej. Dywidenda likwidacyjna może być wypłacona także w formie rzeczowej. Oznacza to, że dywidendę można traktować jako dystrybucję określonych środków na rzecz właścicieli, dokonywaną przez przedsiębiorstwo [Leahigh, 1999, s. 91; Ross, Westerfield, Jordan, 1999, s. 573].

Twierdzenie, że dywidenda jest dystrybucją określonych środków dokonywaną przez przedsiębiorstwo na rzecz właścicieli, pozwala na szerokie ujęcie treści i form jej wypłaty oraz na wskazanie na jej „dwustronny” charakter. Dywidenda jest bowiem, z jednej strony, określonym wpływem — dochodem z działalności inwestycyjnej i wydatkiem z działalności finansowej.

Dochodowy charakter dywidendy pozwala traktować ją jako zysk akcjonariusza (oraz udziałowca i spółdzielcy). Natomiast traktowanie dywidendy jako wydatku może być jednoznaczne z akceptacją poglądu, że dywidendą są płatności dokonywane przez przedsiębiorstwa na rzecz właścicieli w określonej formie. Płatności te mogą być rozważane jako szczególny wydatek — koszt przedsiębiorstwa.

Pojęcie dywidendy nie powinno się odnosić tylko do szczególnego rodzaju jednorodnych korzyści finansowych właścicieli i wydatków przedsiębiorstwa.

J. Gajdka i E. Walińska podkreślają, że [1998, tom II, s. 267]:

**Kategoria dywidendy jest [...] pojęciem wieloznacznym, jednak przede wszystkim kojarzy się ono z udziałem akcjonariuszy w zyskach spółki.**

Tym samym *dywidenda* jest szczególną korzyścią finansową właściciela przedsiębiorstwa, odnoszoną w wyniku realizacji praw majątkowych, ustano-

wionych w kodeksie spółek handlowych oraz praw zawartych w statucie spółki.

Ten wymiar znaczeniowy pojęcia dywidendy odnajdujemy także w polskich publikacjach poświęconych zarządzaniu finansami, inwestycjom finansowym i rachunkom ekonomicznym inwestowania. Przykładowo można wymienić dwa pojęcia dywidendy:

- *dywidenda* stanowi część zysku do podziału przypadającą na każdą pojedynczą akcję [Bandarzewski, 1996, s. 66; Jajuga, Kuziak, Markowski, 1998, s. 26; Gajdka, Walińska, 1998, tom II, s. 266; Nowak, Pielichaty, Pyszwa, 1999, s. 84],
- *dywidendę* można określić jako część zysku netto spółki przypadającą do wypłaty na jedną akcję, określoną uchwałą walnego zgromadzenia akcjonariuszy [Frackowiak, 1998, s. 392; *Mata...*, 1961, s. 137].

Tego rodzaju pojęcia dywidendy akcentują integralny związek dywidendy z zyskiem spółki i wskazują na występowanie zysku jako finansowej przesłanki jej uchwalenia.

Analiza poglądów na pojęcie dywidendy pozwala spojrzeć na nią również jako na cenę, jaką spółka płaci inwestorowi za to, że kupił wyemitowane przez nią akcje. W tym znaczeniu dywidenda może być traktowana jako koszt korzystania z kapitału akcjonariuszy<sup>1</sup>. Koszt ten związany jest — zdaniem J. M. Poterby i L. M. Summersa — ze zmniejszeniem własnych wewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa<sup>2</sup> oraz kosztami przeprowadzenia operacji zatwierdzenia i wypłaty dywidendy. Dla akcjonariuszy i udziałowców spółki z ograniczoną odpowiedzialnością *dywidenda* jest dochodem z kapitałów zaangażowanych w działalność gospodarczą spółki bez względu na to, w jakiej formie jest wypłacana [Sierpińska, 1999, s. 56]. Można ją także pojmować jako swoiste wynagrodzenie z zysku za ryzyko pozostawienia kapitałów własnych do dyspozycji spółki [Sierpińska, 1999, s. 50]. Co więcej, można podkreślić, że przedsiębiorstwa mogą stosować strategie przechwycenia dywidendy przez zakup akcji na krótko przed terminem wygaśnięcia prawa do dywidendy i sprzedaży tych akcji w okresie po otrzymaniu tej dywidendy<sup>3</sup>. Zwrócenie uwagi na tę strategię postępowania przedsiębiorstw wzmocnić może poglądy o traktowaniu dywidendy jednocześnie jako kosztu — wydatku dla przedsiębiorstwa i jako zysku akcjonariuszy.

Widzenie dywidendy jako specyficznego rodzaju wydatków przedsiębiorstwa i dochodu akcjonariuszy lub udziałowców czy też spółdzielców znajduje potwierdzenie w tym, że:

<sup>1</sup> Zob. M. Sierpińska, 1999, s. 56.

<sup>2</sup> J. M. Poterba oraz L. M. Summers wykazują wprost, że wypłata dywidendy zmniejsza zdolność samorozwoju przedsiębiorstwa opartego na nagromadzonych zyskach zatrzymanych.

<sup>3</sup> Tego rodzaju strategia dywidendy, określana jako *dividend capture strategy*, stanowić może wzmocnienie argumentacji za przyjęciem do rozważań nad polityką dywidendy i pojęciem dywidendy szerokiego ich znaczenia, tj. do pozyskiwania i wypłacania przez przedsiębiorstwo dywidendy.

- dywidenda z chwilą jej uchwalenia staje się bieżącym zobowiązaniem spółki oraz
- dochody z tytułu wypłaconej dywidendy stanowią przedmiot opodatkowania podatkiem dochodowym. Owo opodatkowanie dywidend podatkiem dochodowym wskazuje głównie na dochodowy ich charakter i odnosi się do opodatkowania przychodów osób fizycznych i prawnych osiągniętych z otrzymanej dywidendy.

Dywidenda może być rozpatrywana przez akcjonariuszy jako *sui generis* opcja korzyści wynikających z realizacji praw majątkowych w określonej formie.

Opcja jest w tym przypadku rozumiana jako prawo wyboru i zarazem jako zastrzeżone prawo walnego zgromadzenia akcjonariuszy do uchwalenia podziału części zysku między akcjonariuszy. Tego rodzaju opcja nie jest jednak prawem kupna lub sprzedaży pewnej liczby praw podziału części zysku między akcjonariuszy na dywidendę i zysk zatrzymany, po określonej z góry cenie wykonania, do określonego terminu lub w określonym terminie. Opcyjne spojrzenie na dywidendę wskazuje tutaj tylko na jej potencjalne korzyści dla akcjonariusza i wydatki dla przedsiębiorstwa.

## 2. Miejsce zysków dywidendowych w korzyściach akcjonariuszy

Pojęcie zysków dywidendowych można sprowadzić do relacji otrzymanej kwoty dywidendy po opodatkowaniu przez akcjonariusza do ceny zakupu akcji. Zapewne jest to tylko jedna z zasadniczych miar zysków dywidendowych. Ograniczenie się do tej postaci mierzenia zysków dywidendowych wynika z przyjęcia do rozważań tej zasady racjonalnego inwestowania, która orzeka o wielkości określonych korzyści otrzymywanych przez inwestora z jednej złotówki zainwestowanego kapitału, w tym przypadku w akcje określonego przedsiębiorstwa.

Każda akcja inkorporuje określone prawa, które mają charakter względny i bezwzględny. Bezwzględny charakter prawa oznacza, że akcjonariusz nie może być pozbawiony tego prawa ani też nie może się go zrzec. Takimi prawami są przykładowo z grupy praw korporacyjnych: prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki oraz prawo do informacji, prawo do głosu na walnym zgromadzeniu.

Prawa akcjonariuszy tworzą bardzo złożony i zróżnicowany zbiór korzyści. Korzyści te mają przede wszystkim charakter jakościowy i, będąc niewymiernymi w sposób bezpośredni, pozwalają na skonstruowanie dwuczłonowej formuły ogólnego miernika ich oceny. Miernikiem tym może być współczynnik korzyści akcjonariuszy, składający się z dwóch członów, a mianowicie ze współczynnika rentowności akcji oraz współczynników korzyści akcjonariusza, wynikających z części praw majątkowych oraz całości praw korporacyjnych i prawa mniejszości. Współczynnik korzyści akcjonariuszy wyrazić można za pomocą następującego wzoru:

$$EGR = HPR^a + HPR_b + HPR_c + HPR_d,$$

gdzie:  $EGR$  — współczynnik korzyści akcjonariuszy,  $HPR^a$  — współczynnik rentowności akcji:

$$HPR^a = \frac{DY_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} + \frac{VSR}{P_0} \cdot NRttms$$

$$VSR = \frac{(P_e - P_s)}{NR + 1} = \frac{(P_e - P_s)}{\frac{Nes}{Nen} + 1} = \frac{(P_e - P_s)}{\left( \frac{\frac{Nes}{\Delta E}}{Peof} + 1 \right)},$$

gdzie:  $VSR$  — wartość jednego prawa poboru,  $NRttms$  — liczba praw poboru akcji,  $Pe$  — rynkowa wartość akcji z prawem pierwokupu,  $Ps$  — cena subskrypcyjna akcji,  $NR$  — liczba praw niezbędnych do zakupu jednej akcji,  $Nes$  — liczba starych akcji,  $Nen$  — liczba nowych akcji,  $\Delta E$  — przyrost wartości kapitału akcyjnego,  $Peof$  — oferowana cena akcji,  $P_{1,0}$  — cena sprzedaży akcji (indeks „1”) i cena zakupu akcji (indeks „0”).

Pozostałe oznaczenia:

$HPR_b$  — współczynnik korzyści akcjonariusza, wynikających z pozostałych praw majątkowych przysługujących akcjonariuszowi, który można obliczyć jako stosunek wartości owych korzyści do ceny zakupu akcji,

$HPR_c$  — współczynnik korzyści akcjonariusza, wynikający z praw korporacyjnych, który obliczyć można jako stosunek wartości tych korzyści do ceny zakupu akcji,

$HPR_d$  — współczynnik korzyści akcjonariusza, wynikających z prawa mniejszości, który można obliczyć jako stosunek tych korzyści do ceny zakupu akcji.

Ponieważ korzyści akcjonariuszy kształtują się pod wpływem licznych czynników zależnych i niezależnych od inwestora, wskazać można, że w pewnym stopniu dotyczyć one też mogą wierzycieli. Warto bowiem przypomnieć, że wierzyciel akcjonariusza może również na mocy zajęcia akcji wykonywać z nich wszelkie prawa.

Analiza korzyści akcjonariuszy, przeprowadzana za pomocą proponowanego współczynnika  $EGR$ , wydaje się szczególnie ważna dla inwestorów strategicznych, zorientowanych na długoterminowe sukcesy przedsiębiorstwa, innymi słowy, dla tych akcjonariuszy, którzy są zainteresowani polityką tworzenia i podziału zysku oraz strategią rozwoju przedsiębiorstwa, które wynikają z ich długookresowych preferencji pomnażania wartości rynkowej kapitału i wzmacniania władzy.

### 3. Koszty dywidendy

Bezdiskusyjne wydaje się stwierdzenie, że uchwalona i wypłacona dywidenda stanowi określony wydatek, który może wywołać zapotrzebowanie na dodatkowe środki z zewnątrz przedsiębiorstwa dla celów inwestycyjnych. Każda bowiem wypłata dywidendy pomniejsza wewnętrzne źródła finansowania inwestycji i rodzić może konieczność ich uzupełnienia źródłami zewnętrznymi. Uzupełnienie środków, przeznaczonych na cele inwestycyjne, może zostać przeprowadzone przez zaciągnięcie kredytu lub emisję obligacji i emisję nowych akcji. Ten sposób pozyskania kapitału tworzy niewątpliwie określony koszt dla przedsiębiorstwa, które zdecydowało się wypłacić dywidendę swoim akcjonariuszom i pozyskało z zewnątrz niezbędny kapitał.

Spółki preferują wykorzystywanie kapitałów własnych bardziej niż kapitałów obcych, ponieważ od kapitałów własnych nie płacą odsetek i tym samym mogą daną stopę lub kwotę zysku netto osiągnąć mniejszą rentownością działalności operacyjnej. Jednakże w sytuacji gdy wypłacenie dywidend staje się obligatoryjne (np. ze względu na prowadzoną politykę systematycznych wypłat dywidend), konieczne może być pozyskanie kapitałów obcych. Gdy kapitały własne wewnętrzne i kapitały obce nie pokryją bieżącego zapotrzebowania spółki na fundusze, spółka może być zmuszona do kosztownej emisji nowych akcji.

Przyjmując, że koszty pozyskania i obsługi dodatkowego długu, zaciągniętego na sfinansowanie inwestycji spółki w wyniku dokonanych wypłat dywidendy akcjonariuszom, można uznać za koszt dywidendy, postawmy dwa pytania:

- czy lepiej wypłacić dywidendę i uzupełnić kapitał zaciągniętymi zobowiązaniami długoterminowymi,
- czy lepiej nie wypłacić dywidendy i nie uzupełniać braków kapitału zobowiązaniami długookresowymi?

Przedsiębiorstwa zaciągające zobowiązania długoterminowe ponoszą dwa główne rodzaje tego kosztu, a mianowicie: koszty pozyskania i obsługi długu.

Konieczność uzupełnienia kapitału niezbędnego do sfinansowania działalności przedsiębiorstwa z powodu wypłaty dywidendy traktować należy jako kolejną — po wypłacie dywidendy — zasadniczą przesłankę i istotne uzasadnienie potrzeby przedstawienia pełniejszej formuły kosztu dywidendy. W takiej sytuacji koszt dywidendy w ujęciu bezwzględnym może być obliczony następująco:

$$kDY = DY_1 + i(1 - ta)NVD,$$

gdzie:  $kDY$  — koszt dywidendy,  $DY_1$  — kwota wypłaconej dywidendy,  $i$  — stopa odsetek od nominalnej wartości zobowiązań zaciągniętych na uzupełnienie brakującej części kapitału wskutek wypłaty dywidendy,  $ta$  — stopa podatku dochodowego,  $NVD$  — wartość nominalna zobowiązań długoterminowych zaciągniętych w wyniku wypłat dywidendy na sfinansowanie działalności przedsiębiorstwa.

Gdy zatem:  $DY_1 = NVD$ , wówczas:

$$kDY = DY_1 + i(1 - ta)DY_1 = DY_1 + i \cdot ta \cdot DY_1 = DY_1 [1 + i(1 - ta)].$$

Gdy zaś:  $DY_1 < NVD$ , wówczas:

$$kDY = DY_1 + i(1 - ta)(DY_1 + D_1),$$

gdzie:  $D_1$  — kwota zaciągniętych zobowiązań długookresowych ponad poziom wypłaconej dywidendy, pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Gdy przedsiębiorstwo wykorzystuje w swoich decyzjach kryterium minimalizacji średniego ważonego kosztu kapitału, mamy do czynienia z koniecznością połączenia pozyskiwanych nowych zobowiązań długoterminowych i pożyczek z emisją kapitału własnego. Tym samym pojawia się potrzeba uwzględnienia obok  $D_1$  również  $E_1$ . Jedną część stanowią mogą zobowiązania długoterminowe ( $D'_1$ ) oraz drugą — związany z nimi kapitał własny, pochodzący z nowej emisji akcji ( $E_1$ ). Czyli jeśli:

$$D_1 = D'_1 + E_1$$

i gdy minimalny średni ważony koszt kapitału jest osiągany przy współczynniku zadłużenia równym 1,5 (niech to będzie relacja  $D'_1:E_1 = 1,5:1$ ), wówczas:

$$E_1 = \frac{D'_1}{1,5},$$

czyli:

$$D_1 = D'_1 + \frac{D'_1}{1,5} = \frac{2,5D'_1}{1,5} = \frac{5}{3}D'_1.$$

Tym samym:

$$kDY = DY_1 + i(1 - ta)\left(DY_1 + \frac{5}{3}D'_1\right).$$

W otrzymanym rezultacie można zauważyć, że koszt dywidendy jest sumą:

- 1) wypłaconej dywidendy oraz
- 2) odpowiednio skorygowanego stopą zatrzymanego zysku przed opodatkowaniem  $(1 - ta)$  kosztu odsetek od wartości zaciągniętych zobowiązań w miejsce wypłaconej dywidendy ( $DY_1$ ), skorygowanej optymalną stopą zadłużenia częścią zobowiązań dodatkowych ( $D'_1$ ).

Takie rozwiązanie nie jest spotykane w literaturze przedmiotu. Stanowi ono nową propozycję metodologiczną liczenia kosztu dywidendy. Propozycja ta przedstawia uproszczoną formułę rachunku ekonomicznego kosztu dywidendy i może mieć charakter dyskusyjny.

Dyskusyjność tego rozwiązania wynika m.in. z przyjęcia założenia, że tylko kwota zaciągniętych dodatkowych zobowiązań długoterminowych ( $D'_1$ ) ponad wartość  $DY_1$  została powiązana z optymalną stopą zadłużenia. Jest to ważna kwestia, gdyż pozyskanie zobowiązań długoterminowych wiąże się z dodatkowymi kosztami ich realizacji. Za taki dodatkowy koszt uznać można koszty prowizji od kredytu udzielonego przez bank. W takiej sytuacji:

$$kDY = DY_1 + i(1 - ta) \left[ DY_1 + \left( \frac{5}{3} D_1' + kCrb \right) \right],$$

gdzie:  $kCrb$  — koszt (kwota) prowizji od kredytu udzielonego przez bank oraz koszty operacji finansowych, pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Przedstawiona metoda obliczania kosztu dywidendy nawiązuje wprost do potrzeby kształtowania optymalnej struktury kapitału, która wyznacza maksymalną wartość rynkową kapitału, i zwrócenia uwagi na wpływ form wypłat dywidendy i rodzajów jej polityki na wielkość korzyści dywidendowych i kosztów dywidendy.

#### 4. Formy wypłat dywidendy

W praktyce funkcjonowania firm na całym świecie zostały wypracowane różne formy wypłaty dywidendy. Do najważniejszych z nich zaliczyć można:

- dywidendę pieniężną,
- dywidendę wypłacaną w formie akcji,
- automatyczną reinwestycję dywidendy,
- odkupywanie akcji własnych firmy,
- skupowanie akcji własnych spółki w celu ich umorzenia.

##### 4.1. Dywidenda wypłacana w formie pieniężnej (dywidenda pieniężna)

Dywidenda pieniężna należy do najpopularniejszych form wypłaty dywidendy. Podstawowymi rodzajami dywidendy pieniężnej są [Ross, Westerfield, Jordan, 1999, s. 573]:

- zwyczajna dywidenda pieniężna,
- dywidenda dodatkowa,
- dywidenda specjalna,
- dywidenda likwidacyjna.

Zwyczajna dywidenda pieniężna jest najczęstszym rodzajem dywidendy pieniężnej. Spółki giełdowe w krajach wysoko rozwiniętych płacą najczęściej zwyczajną dywidendę pieniężną kwartalnie. Płacenie dywidendy zwyczajnej co kwartał skomentować można jako zapewnienie większej dbałości o interesy akcjonariuszy przez spółkę niż wypłaty tej korzyści raz do roku. Wniosek wynika stąd, iż na wartość przyszłą oddziałuje m.in. częstotliwość otrzymywania korzyści w danym okresie. Im większa jest owa częstotliwość, z tym większą mamy do czynienia — przy pozostałych czynnikach stałych — łączną kwotą korzyści dywidendowych<sup>4</sup>.

Zwyczajna dywidenda pieniężna jest wypłatą gotówkową na rzecz akcjonariuszy, stanowiącą część zwykłej działalności gospodarczej. Z punktu widze-

<sup>4</sup> W sposób bezpośredni wskazuje na to następująca formuła wartości przyszłej

$$FV = PV \left( 1 + \frac{r}{m} \right)^{t \cdot m},$$

gdzie:  $m$  — liczba kapitalizacji dywidendy w ciągu roku (częstotliwość wypłaty dywidendy).



nia zarządu nie ma powodu, aby wypłaty te miały być w przyszłości zaniechane.

Niekiedy spółki płacą zarówno dywidendę zwyczajną, jak i **d o d a t k o w ą**. Poprzez nazwanie pewnej części dywidendy „dodatkową” zarząd zaznacza, że ta część jej wartości pochodzi z bardzo dobrych efektów pracy przedsiębiorstwa i może, ale nie musi, być wypłacana w przyszłości.

Dywidenda **s p e c j a l n a** ma podobny charakter do dywidendy dodatkowej. Dywidendy specjalne wypłacane są w nadzwyczajnych okolicznościach. W tym przypadku nazwa tej dywidendy jednoznacznie sugeruje także, że nie musi być ona wypłacana w przyszłości.

Wypłata **d y w i d e n d y l i k w i d a c y j n e j** oznacza, że część przedsiębiorstwa uległa likwidacji, czyli wyprzedaży. Pod względem podatkowym dywidenda likwidacyjna traktowana jest jako przychód kapitałowy. Polega ona na spieniężeniu i podziale aktywów firmy pozostałych po uregulowaniu wszystkich zobowiązań. Dywidenda likwidacyjna może być wypłacona w postaci gotówki lub w formie rzeczowej. W przypadku dywidendy likwidacyjnej inwestor nie ma możliwości wyrażenia swoich chęci co do otrzymania lub nieotrzymania dywidendy, tak jak jest to możliwe w przypadku dokonywania przez spółkę wykupu akcji.

W literaturze przedmiotu istnieje kontrowersja co do sygnałów wysyłanych przez fakt wypłaty dywidendy przez spółkę w formie gotówkowej [Alli, Khan, Ramirez, 1993, s. 528]. S. Bhattacharya [1979, s. 259–270], M. Miller i K. Rock [1985, s. 1031–1051], K. John i J. Williams [1985, s. 1053–1069] oraz A. Kane, Y. K. Lee i A. Marcus [1984, s. 1091–1099] w przeprowadzonych przez siebie badaniach przedstawiają pogląd, iż dywidendy (pieniężne) mogą przekazywać informacje o bieżącym lub przyszłym poziomie zysków, osiąganym przez spółkę. Innego zdania są R. Watts [1973, s. 191–211], N. Gonedes [1978, s. 26–79] oraz S. Penman [1983, s. 1181–1199]. Empiryczne badania przeprowadzone przez wymienionych autorów wskazują, iż dywidendy nie są dobrym źródłem predykcji co do przyszłych zysków przedsiębiorstwa.

#### **4.2. Dywidenda wypłacana w formie akcji**

Dywidendy wypłacane w formie akcji stosowane są jako dodatek lub zamiast dywidend gotówkowych. Dywidendy te są często stosowane w celu ograniczenia wahań ceny akcji<sup>5</sup>. W niektórych krajach zachodnich dywidendy w tej postaci są lepiej widziane ze względu na różnice w opodatkowaniu dywidendy gotówkowej i bezgotówkowej. Dywidenda w formie akcji nowej emisji dokonana została na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dotychczas tylko jednorazowo przez WBK.

Dywidenda w formie akcji oznacza, że następuje jedynie różnica w zapisie księgowym. Akcjonariusz posiada więcej akcji przy niezmienionym majątku

<sup>5</sup> O praktykach w krajach zachodnich zob. [Rankine, Stice, 1997, s. 23–46].

spółki. Wypłata dywidendy w formie akcji oznacza, iż wartość majątku przypadająca na jedną akcję uległa zmniejszeniu. Jest to częsta praktyka na giełdach zachodnich, a spółki stosujące tę praktykę utrzymują swe notowania na wysokich poziomach mimo rozwodnienia (rozcieńczenia) akcji [Nowakowski, 2000, s. 33].

Dywidendy wypłacane w postaci akcji nowej emisji nie zmieniają strumienia generowanej gotówki, lecz powodują jedynie koszty ogłoszeń, opłat u pośredników w postaci biur maklerskich itp. Wypłaty dywidend w postaci akcji są powiązane ze spadkiem wartości majątku akcjonariusza, przypadającego na jedną akcję. Zmniejszanie wartości majątku akcjonariusza przypadającego na jedną akcję może być zrekompensowane wzrostem popytu na nowe akcje [Wolk-Nowicki, Marek, 1995, s. 7] oraz niepłaconiem podatku dochodowego od dywidendy otrzymanej w tej formie.

Dywidendy w postaci akcji nowej emisji są pozytywnie postrzegane przez akcjonariuszy. C. A. Peterson, J. A. Millar oraz J. N. Rimbey [1996, s. 242] przytaczają na poparcie tej tezy tzw. hipotezę zysków zatrzymanych — dywidendy wypłacane przez spółkę w postaci akcji widziane są jako pozytywna informacja o dobrych perspektywach osiągania zysków przez firmy w przyszłości. Dywidendy w formie akcji obniżają zyski zatrzymane, a w ten sposób zdolność przedsiębiorstwa do wypłaty dywidendy gotówkowej. Spółka, deklarując wypłatę dywidendy w postaci akcji, przekazuje swoim inwestorom pozytywny sygnał, iż jest zdolna do uzupełnienia zysków zatrzymanych strumieniami zysków w przyszłości.

#### 4.3. Automatyczna reinwestycja dywidendy

Automatyczna reinwestycja dywidendy stanowi często stosowaną praktykę wypłaty. Jest ona w krajach zachodnich pewnego rodzaju planem pozwalającym akcjonariuszom na dokonywanie zakupów dodatkowych akcji danej spółki zamiast odbierania przez nich dywidendy w postaci pieniężnej. W literaturze wymieniane są dwa rodzaje automatycznej reinwestycji:

- pierwszy — polegający na zakupie akcji znajdujących się w obrocie giełdowym,
- drugi — dotyczący akcji nowo emitowanych [Pettway, Malone, 1973, s. 11–18].

Pierwszy rodzaj automatycznej reinwestycji dywidendy polega na tym, iż akcjonariusz posiadający udziały w danej spółce upoważnia ją do zakupu akcji za niewykorzystane dywidendy gotówkowe. Przy zakupie akcji na giełdzie pośredniczy bank, który dokonuje zakupu, ponosząc niewielkie koszty transakcyjne ze względu na duży wolumen zakupu. Zakupione akcje zostają następnie rozdzielone proporcjonalnie do nieodebranych dywidend pieniężnych. Ten rodzaj automatycznej reinwestycji dywidendy jest szczególnie korzystny dla akcjonariuszy posiadających niewielkie pakiety akcji, którzy nie są zobligowani do finansowania bieżącej konsumpcji z dywidend.

Drugi rodzaj automatycznej reinwestycji dywidendy dotyczy akcji nowo emitowanych. W przypadku nowej emisji akcji gotówka przeznaczona na

alternatywną formę wypłaty dywidendy pozostaje w firmie. Rozwiązanie to pozwala uniknąć przedsiębiorstwu płacenia prowizji maklerskich. Cała kwota dywidendy przeznaczona zostaje na emisję nowych akcji, a koszty emisji z reguły ponosi emitent. Ta alternatywna — względem akcji znajdujących się w obrocie — forma wypłaty dywidendy jest dla przedsiębiorstwa opłacalna, gdyż nie ponosi ono kosztów dystrybucji dywidendy gotówkowej. Automatyczna reinwestycja dywidendy wiąże się ze wzrostem kapitału akcyjnego spółki i stanowi dla firmy korzystne źródło pozyskania środków na dalszy rozwój.

Zaletą automatycznej reinwestycji dywidendy jest to, że [Pioch, 2000, s. 30]:

- funkcjonowanie planu reinwestycji dywidendy jest postrzegane przez otoczenie jako oznaka pomyślnych perspektyw rozwoju firmy, gdyż świadczy o tym, że dotychczasowi akcjonariusze chcą zwiększać i utrzymywać swoje zaangażowanie kapitałowe,
- automatyczność planów reinwestycyjnych stanowi istotne ułatwienie dla akcjonariuszy, gdyż umożliwia im zwiększanie portfela akcji bez konieczności dokonywania jakichkolwiek operacji,
- inwestor może, ale nie musi uczestniczyć w planie reinwestycji dywidendy.

#### 4.4. Odkupywanie akcji własnych firmy

Odkupywanie akcji własnych firmy jest alternatywną formą wypłaty dywidendy w stosunku do wypłaty dywidendy w formie pieniężnej. Po dokonaniu wykupu akcji na rynku pozostanie mniej akcji, wówczas zysk z akcji wzrośnie (przy założeniu, że zysk netto pozostanie stały). Wzrost zysku z akcji może spowodować wzrost ceny rynkowej akcji. Odkupywanie akcji własnych firmy stanowi praktykę stosowaną przez spółki notowane także na GPW w Warszawie.

Korzyści związane z wykupem akcji wyrażają się w tym, że:

- akcje własne mogą zostać odsprzedane w sytuacji, gdy potrzebne będą dodatkowe fundusze. Jeśli akcje własne zostaną wykupione po cenie niższej od obecnej ceny rynkowej, wówczas otrzymana nadwyżka powiększy kapitał zapasowy;
- gdy pojawi się chwilowa nadwyżka gotówki, wówczas może zostać podjęta decyzja o wykupie akcji. Nie zostanie podjęta decyzja o wypłaceniu wyższej dywidendy, gdyż jej wysokości nie będzie można utrzymać w dłuższym czasie;
- akcje własne mogą być wykorzystane przy opcjach zakupu akcji lub przyszłych przejęciach innych firm;
- jeśli zarząd zdecyduje się na zachowanie akcji, wówczas może on podjąć decyzję o umorzeniu części akcji zamiast wypłaty dywidendy z powodu korzyści finansowych.

Wykup akcji własnych powodować może niebezpieczeństwo spadku rynkowej ceny akcji, gdy inwestorzy nabiorą przekonania, że firma skupuje własne akcje, gdyż nie ma innych korzystnych perspektyw inwestycyjnych.

Odkupywanie własnych akcji interpretowane jest na ogół jako korzystny sygnał dla inwestorów, który jest dostarczany rynkowi po stosunkowo niskim koszcie [Jerzemowska, 1996, s. 116].

#### 4.5. Skupowanie akcji własnych spółki celem ich umorzenia

Alternatywną formą wypłaty dywidendy w stosunku do wypłaty dywidendy w formie pieniężnej, dopuszczoną przez kodeks spółek handlowych w Polsce, jest skupowanie akcji własnych spółki w celu ich umorzenia.

W przypadku spółki akcyjnej można wymienić kilka powodów, dla których spółka umarza akcje [Krzeszowski, 2000, s. 8–9]:

- spółka zamierza sukcesywnie zmniejszać rozmiar swojej działalności poprzez umarzanie akcji aż do całkowitej likwidacji spółki. Sytuacja taka dotyczy m.in. spółek, których okres działalności został ustalony na określony czas,
- spółka planuje zmniejszyć rozdrobnienie akcjonariatu, co spowoduje skupienie głosów na walnym zgromadzeniu w rękach wybranych akcjonariuszy. Zabieg taki może być ułatwieniem przy podejmowaniu decyzji strategicznych, może on również utrudniać próby wrogich przejęć przez inne firmy,
- spółka nie potrafi efektywnie zagospodarować wolnych środków pieniężnych,
- spółka przez umorzenie części akcji zamierza poprawić swoje notowania na rynku. Przez umorzenie akcji wzrasta wielkość współczynnika  $P/E$  (cena/zysk),
- spółka zamierza zmienić strukturę kapitału,
- spółka zamierza zmniejszyć koszty „obsługi” licznych akcjonariuszy, którzy w swoich rękach posiadają małe pakiety akcji,
- spółka nabyła własne akcje w drodze egzekucji na zaspokojenie roszczeń i nie zbyła ich w ciągu jednego roku od daty nabycia,
- spółka traktuje umorzenie jako formę wypłaty dywidendy.

Umorzenie polega na prawnym unicestwieniu udziałów bądź akcji. Instytucja umorzenia udziałów lub akcji uregulowana jest w kodeksie spółek handlowych w artykułach: 199, 359, 360 oraz 361. Dotyczy zatem spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, spółek akcyjnych, a na zasadzie artykułu 126 § 1 pkt 2 także spółek komandytowo-akcyjnych.

W porównaniu z przepisami kodeksu handlowego, kodeks spółek handlowych znacznie rozbudowuje instytucję umorzenia. Kodeks handlowy w artykule 193 stwierdzał jedynie, że udział może być umorzony jedynie wtedy, gdy umowa spółki to przewiduje, a umorzenie bez zachowania przepisów o obniżeniu kapitału zakładowego może być dokonane jedynie z czystego zysku. Analogiczna sytuacja dotyczyła spółek akcyjnych. W kodeksie handlowym brakowało wyraźnego przyzwolenia na stosowanie umorzenia udziałów w celach sankcyjnych. Aczkolwiek instytucją tą posługiwano się jako sposobem

usunięcia niewygodnego wspólnika, były to jednak próby dość nieśmiałe, niekiedy odrzucane przez sądy rejestrowe [Dalecka, 2000, s. C2].

Zarówno udział, jak i akcja mogą zostać umorzone na dwa sposoby:

- za zgodą wspólnika lub odpowiednio akcjonariusza w drodze nabycia udziału bądź akcji przez spółkę (umorzenie dobrowolne),
- bez zgody wspólnika (akcjonariusza) — umorzenie przymusowe.

Umorzenie przymusowe ma częstokroć charakter sankcji wobec wspólnika naruszającego przyjęte w umowie spółki zobowiązania. Przykładem umorzenia przymusowego mogą być sankcje wobec wspólnika naruszającego zakaz prowadzenia działań konkurencyjnych wobec spółki.

Przesłanki i tryb umorzenia akcji określa umowa spółki z o.o. bądź statut spółki akcyjnej. Artykuł 199 § 2 ksh oraz analogiczny artykuł 359 § 2 ksh stanowi, iż umorzenie wymaga decyzji w formie uchwały zgromadzenia wspólników (w przypadku spółki z o.o.) lub w formie uchwały walnego zgromadzenia (w przypadku spółki akcyjnej). Kodeks spółek handlowych precyzuje wymagania co do samej treści takiej uchwały. Warto podkreślić, iż przewiduje on obowiązek uzasadnienia uchwały w razie umorzenia przymusowego jedynie w spółce z o.o. W spółce akcyjnej uzasadnienia wymaga tylko uchwała o umorzeniu akcji bez wynagrodzenia, przy czym umorzenie przymusowe występuje zawsze za wynagrodzeniem. Obowiązek zapłaty za umorzenie udziałów wspólnikowi nie następuje zatem z mocy ustawy. Tym samym rozstrzygająca jest treść umowy spółki [Dalecka, 2000, s. C2].

Umorzenie udziałów lub akcji może nastąpić w dwóch formach:

- przez obniżenie kapitału zakładowego,
- z czystego zysku.

Umorzenie akcji następuje z chwilą obniżenia kapitału zakładowego. Stanowi o tym art. 360 § 1 ksh. Uchwała o obniżeniu kapitału zakładowego powinna zostać podjęta na walnym zgromadzeniu, na którym podjęto uchwałę o umorzeniu akcji. Zastrzec należy, iż kapitał zakładowy nie może zostać obniżony poniżej swej minimalnej wartości. Zamiar obniżenia kapitału zakładowego zarząd spółki musi ogłosić w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym” oraz w piśmie przeznaczonym do ogłoszeń spółki. Wierzycieli zgłaszających sprzeciw w ciągu trzech miesięcy od daty ogłoszenia należy spłacić lub zabezpieczyć ich wierzytelność, o czym informuje art. 456 § 1 ksh. Brak sprzeciwu oznacza zgodę.

Umorzenie z zysku może nastąpić jedynie wówczas, gdy umowa lub statut spółki to przewiduje. W przypadku braku zapisu o umorzeniu akcji w umowie lub statucie spółki, decyzję o nabyciu akcji własnych przez spółkę w celu ich umorzenia podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy. Decyzja ta wiąże się ze zmianą statutu lub umowy. Decyzja taka musi zostać zaprotokołowana przez notariusza i zarejestrowana w rejestrze handlowym. Do czasu zarejestrowania zmiany umowy lub statutu spółki umorzenie nie ma mocy prawnej; dopiero po rejestracji można podjąć stosowną uchwałę. Wskazane

jest, aby przewidzieć w umowie lub statucie, że umorzenie akcji z zysku nie wymaga zgody ich właściciela [Machała, 1999, s. 469].

Artykuł 361 § 1 ksh stwierdza, iż statut może przewidywać, że w zamian za umorzone akcje spółka wydaje świadectwa użytkowe bez określonej wartości nominalnej, które mogą być imienne bądź na okaziciela. Uczestniczą one, przy braku odmiennej regulacji statutowej, na równi z akcjami w dywidendzie oraz w nadwyżce w majątku spółki po pokryciu wartości nominalnej akcji. Uprawniony z takiego świadczenia użytkowego nie ponosi odpowiedzialności za zobowiązania związane z umorzoną akcją i nie przysługują mu żadne inne prawa udziałowe, z wyjątkiem dwóch wyżej określonych praw majątkowych.

Akcje własne nabyte przez spółkę nie tracą swego charakteru i spółka może je następnie zbyć. Przedsiębiorstwo, dokonując zbycia akcji, może zatem osiągać zyski z tej operacji. Należy jednak zastrzec, iż w przypadku nabycia akcji przez spółkę, spółka nie może:

- wykonywać praw akcjonariusza, a zatem nie może głosować i zgłaszać wniosków przed walnym zgromadzeniem czy też na nim, ponieważ tego musiałby dokonać zarząd (a w takiej sytuacji miałby on decydować o własnych czynnościach),
- pobierać dywidendy, ponieważ zysk spółki należy do akcjonariuszy, a zatem powinien być przyznany posiadaczom innych akcji,
- posiadać prawa do części majątku, ponieważ majątek ten przypada akcjonariuszom, należy go zatem wydać innym akcjonariuszom.

W praktyce funkcjonowania publicznych spółek akcyjnych na GPW w Warszawie umarzenie akcji stosowane było ze szczególnym nasileniem w roku 1997.

Można wymienić następujące zalety umorzenia akcji z punktu widzenia spółki:

- umorzenie akcji stanowi pozytywny sygnał dla właścicieli spółki co do przewidywanej sytuacji finansowej spółki (nie dotyczy to spółek przynoszących straty),
- powoduje ono zmianę struktury kapitału, obniżając średni ważony koszt kapitału; wobec podwyższenia poziomu dźwigni finansowej zwiększa się współczynnik zwrotu z kapitału własnego (*ROE*),
- po odkupieniu akcji spółka ma rok na umorzenie akcji (o ile uchwała walnego zgromadzenia nie stanowi inaczej), w tym czasie, jeśli potrzebuje ona środków pieniężnych, może ponownie zbyć swoje akcje, osiągając zyski z tej operacji,
- umorzenie akcji jest alternatywną formą wypłaty dywidendy, stanowi to zatem pozytywny sygnał dla inwestorów oczekujących od spółki prowadzenia stabilnej polityki dywidendy, polegającej na stabilnych, corocznych wypłatach,
- jeżeli w danym roku spółka osiągnęła szczególnie wysoki zysk i chce wypłacić znacznie wyższą niż przeciętnie dywidendę, a obawia się, że nie będzie

w stanie w przyszłości wypłacić jej w takiej wysokości, wówczas może posłużyć się jednorazowym umorzeniem akcji.

Do zalet umorzenia akcji z punktu widzenia akcjonariuszy zaliczyć można to, iż:

- wzrasta wartość pozostałych akcji (dotyczy to sytuacji, kiedy umorzenie nastąpiło z zysku),
- umorzenie stanowi pozytywny sygnał dla akcjonariuszy co do perspektywy działania spółki (dotyczy to przede wszystkim spółek publicznych, posiadających rozproszony akcjonariat),
- obciążenia podatkowe dochodu związanego z umorzeniem mogą być niższe niż 20%, płatne w przypadku zwykłej dywidendy (dzieje się tak w sytuacji, gdy spółka akcyjna odkupuje swoje akcje za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych, wówczas akcjonariusze nie płacą podatku dochodowego od zbywalnych akcji, o ile zakupili je w publicznym obrocie).

Do wad umorzenia akcji z punktu widzenia spółki można zaliczyć to, iż:

- istnieje prawdopodobieństwo powstania podejrzenia właścicieli, że spółka nie ma możliwości racjonalnego zainwestowania posiadanych środków,
- występuje spadek stanu środków (choć nie musi stanowić to wady, gdy spółka posiada stałe wysokie nadwyżki środków pieniężnych).

Jako wady umorzenia akcji z punktu widzenia akcjonariuszy wskazać można, iż:

- cena odkupu akcji może być ustalona w sposób krzywdzący udziałowców mniejszościowych,
- sprzedający mogą żałować później umorzenia ich akcji, ponieważ jeżeli nie wszyscy skorzystali w pełni z możliwości umorzenia, to nieodwracalnie zmniejsza się ich relatywny udział w kapitale spółki,
- obciążenia podatkowe związane z dochodem z umorzenia mogą być wyższe niż 20-procentowy ryczałt w przypadku zwykłej dywidendy (wyjątkiem jest sytuacja, gdy spółka odkupuje swoje akcje za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych).

Umorzenie akcji stanowi czynność odwrotną do emisji akcji. Umorzenie powoduje zmniejszenie sumy bilansowej o kwotę równą iloczynowi liczby umarzanych akcji i ceny odkupu powiększonej o koszty manipulacyjne, które wiążą się z tą operacją. Zwrotowi podlega nie tylko kwota wniesiona przy zakładaniu czy rozszerzaniu spółki, lecz ewentualnie również dodatkowa kwota, stanowiąca nadwyżkę ponad wartość pierwotnie wniesioną przez akcjonariusza.

## 5. Rodzaje polityki wypłat dywidendy

Przyjmując, że polityka przedsiębiorstwa, wywodząc się ze strategii i będąc jej podporządkowana, staje się narzędziem implementacji i realizacji strategii za pomocą określonych programów, budżetów i procedur [Wheelen, Hunger, 1992, s. 17], politykę wypłat dywidendy określić można jako działalność organów władzy spółki w celu stworzenia i utrwalenia warunków wzros-

tu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa wymaga troskliwego i odpowiedzialnego formułowania, wyboru i realizacji różnych rodzajów polityki wypłat dywidendy.

W praktyce funkcjonowania spółek akcyjnych wykształcone zostały pewne modelowe formy prowadzenia polityki dywidendy. Przedsiębiorstwo może dokonywać wypłaty dywidendy według następujących modeli polityki dywidendy [Sierpińska, 1999, s. 95–107]:

- polityki stałej wysokości dywidendy za akcję,
- polityki stałej dywidendy z „dywidendą extra”,
- polityki stałej stopy wypłat dywidendy,
- rezydualnej (nadwyżkowej) polityki dywidendy,
- innych rodzajów polityki dywidendy.

Polityka stałej wysokości dywidendy za akcję polega na płaceniu w stałej wysokości dywidendy za jedną akcję. Bezpośrednią, ale nie jedyną przyczyną formułowania i realizowania polityki stałej wysokości dywidendy za jedną akcję jest przekonanie o możliwości realizacji określonych korzyści stałych w danym okresie. Można zatem powiedzieć, iż polityka stałej wielkości dywidendy za akcję przejawia się w stabilności wysokości wypłat za jedną akcję. Absolutna wartość wypłacanej jednostkowej dywidendy może w takim przypadku wzrosnąć, gdy spółka osiągnie stały (długookresowy) wyższy poziom zysków. Należy jednak podkreślić, iż niespodziewany jednorazowy wzrost zysków tylko w jednym roku nie powinien powodować wzrostu poziomu wypłacanych dywidend ze względu na to, iż nie będzie można utrzymać tego poziomu w dłuższym okresie. Spadek dywidendy wpłynie negatywnie na cenę akcji na giełdzie. Realizując politykę stałej wielkości dywidendy za akcję, dywidenda będzie maleć jedynie w przypadku, gdy spółka w dłuższym okresie nie będzie mogła utrzymać ustalonego poziomu wypłat. Określenie kwoty wypłat dywidendy wymaga opracowania i realizacji długookresowego planu dystrybucji dochodów spółki.

Zarząd każdej spółki musi określać właściwy poziom wypłat dywidendy, by nie powodowała ona konieczności pozyskiwania kapitału obcego na finansowanie inwestycji. Gdy kwota dywidend ustalona zostanie na niskim poziomie, wówczas spółka będzie mogła w większym zakresie finansować swój rozwój kapitałami własnymi.

Ze względu na występowanie inflacji wiele spółek zweryfikowało prowadzoną przez siebie politykę dywidendy, zmieniając ją na tzw. politykę stabilnej stopy wzrostu. W tym przypadku spółka ustala docelową stopę wzrostu dla dywidendy, równą w przybliżeniu długookresowej przeciętnej stopie inflacji i dąży do podnoszenia dywidend o taką wielkość w każdym roku. Oczywiście, zyski muszą rosnąć w rozsądnie stabilnym tempie, aby była możliwa realizacja tej polityki [Brigham, 1996, s. 233].

Dwie przesłanki przemawiają za wypłacaniem stabilnych, przewidywalnych dywidend [Brigham, 1996, s. 235]:



- po pierwsze — stabilna polityka wypłat dywidendy prowadzi do wzrostu cen rynkowych akcji danej spółki,
- po drugie — wielu akcjonariuszy korzysta z dywidend w celu finansowania bieżącej konsumpcji i jeżeli spółka obniżyłaby dywidendy, wówczas akcjonariusze zmuszeni byłiby do sprzedania części akcji w celu otrzymania gotówki.

Politykę stałych lub zwiększających się wypłat dywidendy odzwierciedlić można za pomocą „skokowego” wzrostu dywidendy za akcję wraz ze wzrostem docelowej stopy zysku za akcję.

Polityka stałej dywidendy z „dywidendą extra” jest pewną modyfikacją polityki stałych lub zwiększających się wypłat dywidendy. Jest ona stosowana przede wszystkim przez spółki, preferujące niskie kwoty stałych wypłat dywidend, które w okresach znacznych przyrostów zysków wypłacają swoim akcjonariuszom tzw. dywidendę extra.

Zauważyć należy, iż niskie i regularne wypłaty dywidendy są bezpieczne. Pozwala to na utrzymanie wypłat dywidendy na stałym poziomie w latach pogarszającej się koniunktury gospodarczej. Umożliwia również realizację znacznego pakietu przedsięwzięć inwestycyjnych oraz utrzymanie płynności finansowej.

Politykę stałej dywidendy z „dywidendą extra” stosują zwykle spółki, w których wypracowane zyski wykazują duże pozytywne wahania. Taka polityka daje spółkom elastyczność w zakresie kształtowania wielkości wypłat dywidendy. Gdy zyski są większe, spółki te płacą „dywidendę extra”, natomiast w okresach relatywnego spadku zysku nie muszą redukować dywidendy, a tym samym nie muszą wysyłać negatywnego sygnału o pogorszeniu kondycji finansowej. Dla akcjonariusza taka polityka dywidendy ma swoje zalety — postrzegają oni lepiej niskie wypłaty dywidendy połączone z „dywidendą extra”, aniżeli redukcję poziomu dywidendy. Niskie wypłaty dywidendy połączone z „dywidendą extra” zapewniają im otrzymanie stałej kwoty przychodu, a niekiedy również i kwoty extra.

W praktyce działania spółek wypłata dywidendy extra, mająca miejsce w dłuższej perspektywie czasu, może spowodować, iż akcjonariusze mogą się przyzwyczaić do tych wypłat. W takiej sytuacji akcjonariusze traktować będą dywidendę extra jako część normalnej dywidendy. Ryzyko takiej sytuacji jest większe wówczas, gdy spółki płacą dywidendy zaliczkowo za krótkie okresy (kwartał, półrocze) bądź też gdy płacą dywidendy na raty. Taka polityka wypłat dywidendy zapewnia akcjonariuszom i udziałowcom większe korzyści niż jednorazowa wypłata dywidendy na koniec określonego okresu (zwykle jest to koniec drugiego kwartału następnego roku kalendarzowego, a niejednokrotnie nawet i trzeci kwartał).

Sytuacja, kiedy akcjonariusze przyzwyczajają się do częstych wypłat dywidendy extra i traktują je jako część zwykłej dywidendy, jest niebezpieczna, gdyż niewypłacenie dywidendy extra może być sygnałem o pogorszeniu się kondycji finansowej spółki. Wówczas osoby zarządzające spółką tracą elas-

tyczność podejmowania decyzji, zwłaszcza inwestycyjnych, co jest powodem do ograniczenia praktycznego stosowania tej polityki dywidendy.

Polityka stałej stopy wypłat dywidendy polega na wypłaceniu stałej, wyrażonej procentowo części wielkości zysku danego roku obrotowego. Przykładem może być sytuacja, w której spółka przeznaczająca corocznie 10% wypracowanego zysku na dywidendy. Pozostała część zysku zostaje przeznaczona na cele rozwojowe spółki oraz inne wynikające z obligatoryjności i ze strategii podziału zysku. Można zatem powiedzieć, iż polityka stałej stopy wypłat dywidendy z zysku netto polega na zmianie wielkości wypłacanej dywidendy wraz ze zmianą zysków przypadających na jedną akcję.

Tego rodzaju polityka wypłat dywidendy ma duże zalety dla akcjonariuszy. Podstawową zaletą tej polityki jest bezpośrednie odczuwanie przez akcjonariuszy korzyści ze zwiększania się zysków. Główną zaś wadą tej polityki jest brak pewności co do przyszłego poziomu wypłat oraz znaczne redukcje poziomu dywidend w okresach poważniejszego zmniejszenia się zysku netto.

Polityka stałej stopy wypłat dywidendy może być niechętnie stosowana, gdyż wahania poziomu wypłacanej dywidendy nie są dobrze postrzegane przez akcjonariuszy. Co więcej: wahania poziomu wypłacanej dywidendy zwykle prowadzą do spadku cen akcji. Spółka, prowadząc politykę stałej stopy wypłat dywidendy, decyduje się na płacenie dywidend w stałej proporcji do wygoszpodarowanych zysków tylko w długim okresie, wyznaczając docelowy wskaźnik wypłat. Sytuacja wygląda odmiennie w krótkim okresie — wtedy spółka stara się utrzymać dywidendy na stosunkowo stałym poziomie. Spółka może osiągnąć taki stan przez akumulowanie wysokich zysków w postaci zysków niepodzielonych i inwestowanie ich w krótkoterminowe papiery wartościowe w formie depozytów gotówkowych, a następnie przeznaczanie ich na wypłaty dywidendy, gdy warunki gospodarcze ulegną pogorszeniu. Warto jednak podkreślić, iż na takie utrzymywanie rezerw gotówkowych może pozwolić sobie niewiele firm, dlatego polityka stałej stopy wypłat dywidendy nie należy do zbyt często stosowanej w praktyce.

Rezydualna, czyli nadwyżkowa polityka dywidendy polega na traktowaniu decyzji o wypłacie dywidendy jako decyzji rezydualnej, zależnej od potrzeb inwestycyjnych spółki, czyli decyzji nadrzędnej w stosunku do decyzji dotyczących dywidend. Spółka, stosując rezydualną politykę wypłat dywidendy, wypłaca ją jedynie wówczas, gdy zyski pokryją zapotrzebowanie na kapitały związane z nowymi inwestycjami. Można zatem powiedzieć, iż dywidenda nie będzie wypłacona w przypadku, gdy cały zysk będzie potrzebny na finansowanie inwestycji.

Rezydualna polityka dywidendy polega na zatwierdzaniu i wypłacie dywidendy w rezultacie wygoszpodarowania na nią określonej kwoty zysku netto (czystego), po uprzednim zaspokojeniu potrzeb inwestycyjnych. Rezydualna polityka dywidendy charakteryzuje się przede wszystkim tym, że spółki rozwojowe w ogóle nie płacą lub płacą bardzo małe dywidendy, natomiast spółki dojrzałe, które mają relatywnie niższe potrzeby inwestycyjne, będą płaciły

wysokie dywidendy. Stosując rezydualną politykę dywidendy spółki nie określają żadnych docelowych wskaźników wypłat, gdyż wskaźniki te zmieniają się wraz ze zmianą kwoty wygosparowanego zysku oraz planami inwestycyjnymi spółki.

Spółki, prowadząc rezydualną politykę dywidendy, przeznaczają corocznie na dywidendy takie kwoty zysku, jakie nie mogą być efektywnie reinwestowane w firmie. W celu określenia „wolnego” zysku należy najpierw ustalić optymalne proporcje między kapitałem własnym a kapitałem obcym. Jest to konieczne, gdyż należy wiedzieć, jaka część wypracowanych zysków przeznaczona na inwestycje zapewni racjonalną strukturę kapitału firmy, a jaka część może być z tej firmy wytransferowana.

W celu poprawnego określenia poziomu zysków zatrzymanych konieczne jest uwzględnienie kosztów różnych źródeł pochodzenia kapitału własnego (zyski zatrzymane i/lub nowe emisje akcji). Często bowiem ponoszenie kosztów związanych z emisją nowych akcji w sytuacji istnienia zyskowych możliwości inwestycyjnych prowadzi do preferowania przez akcjonariuszy zatrzymania zysków w większym stopniu niż wypłaty dywidend gotówkowych. W takiej sytuacji dochodzi zatem do ograniczenia dywidend bądź ich wypłaty akcjami nowej emisji.

W literaturze [Sierpińska, 1999, s. 106–107] oprócz wyżej omówionych modeli wypłat dywidendy wymieniane są również inne modele. Do modeli tych zaliczyć można:

- politykę 100-procentowej stopy wypłat dywidendy,
- politykę zerowej stopy wypłat dywidendy.

Polityka 100-procentowej stopy wypłat dywidendy z zysku odnosi się do skrajnego poglądu, że spółki powinny przeznaczyć całość wypracowanych zysków na dywidendy. Polityka taka opiera się na argumentacji, iż akcjonariusze preferują bieżącą gotówkę z dywidend niż zyski ze sprzedaży akcji, ponieważ sprzedaż akcji pozbawia ich stałego dochodu w przyszłych okresach. Jeśli chodzi o inwestycje, to spółka powinna przeznaczać na nie przede wszystkim kapitały obce.

Polityka 100-procentowej stopy wypłat dywidendy w dłuższym okresie nie jest podejściem korzystnym dla akcjonariuszy, gdyż przedsiębiorstwo nie ma środków pieniężnych na realizację inwestycji, które podnosiłyby rynkową wartość firmy. Jej polityka zostałaby ograniczona do finansowania rozwoju kapitałem obcym, a reprodukcji prostej — amortyzacją, gdyż zysk zatrzymany w takiej sytuacji jest równy zero.

Polityka zerowej stopy wypłat dywidendy jest drugim skrajnym rozwiązaniem. Polega ona na zatrzymaniu w spółce 100% zysków wygosparowanych w danym roku obrachunkowym. Polityka taka może być prowadzona w spółkach, w których istnieje duże zapotrzebowanie na sfinansowanie inwestycji wewnętrznymi źródłami oraz stosunkowo niska rentowność majątku całkowitego.

Przeprowadzone badania empiryczne nad modelami wypłat dywidendy realizowanymi przez polskie giełdowe spółki akcyjne w latach 1991–1999 wykazują, że modele te są zróżnicowane w poszczególnych sektorach. Ważną przyczyną zróżnicowania była sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz przyjęta i realizowana polityka rozwoju.

Przedsiębiorstwa z sektora materiałów budowlanych stosowały przede wszystkim rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (54,55% ogółu przedsiębiorstw tego sektora wypłacających dywidendy) oraz politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego (36,36% przedsiębiorstw tej grupy). Politykę stałej lub rosnącej dywidendy za akcję realizowała jedna spółka, co stanowiło 9,09% ogółu spółek tej branży.

Spółki sektora metalowego stosowały w równomierny sposób zarówno politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego (50% podmiotów tego sektora), jak i rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (50% badanych podmiotów).

Spółki sektora przemysłu spożywczego stosowały:

- politykę stałej lub wzrastającej dywidendy za akcję,
- politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego,
- rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy.

Najwięcej spółek tego sektora prowadziło politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego (62,25% spółek). W drugiej kolejności pod względem liczby spółek tej branży znalazły się firmy stosujące rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (25,00% spółek). Najmniej spółek stosowało politykę stałej lub rosnącej dywidendy za akcję (20,83% tej zbiorowości).

Spółki sektora przemysłu chemicznego stosowały jedynie dwa rodzaje polityki, a mianowicie politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego (28,57% spółek tego sektora) oraz rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (71,43% wypłacających dywidendy)<sup>6</sup>.

Spółki przemysłu drzewno-papierniczego stosowały dwa rodzaje strategii polityki dywidendy — politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego — 57,14% ogólnej liczby spółek tego sektora oraz rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (42,86% spółek tej branży).

Polityka 100-procentowego zysku zatrzymanego jest charakterystyczna dla wszystkich spółek meblarskich, które dominują w tym sektorze.

Przeprowadzona analiza wypłat dywidendy w spółkach przemysłu elektromaszynowego dowodzi, iż firmy tego sektora stosowały przede wszystkim politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego (63,16% ogółu przedsiębiorstw) i rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (31,58%). Politykę stałej lub rosnącej dywidendy za akcję realizowała tylko jedna spółka (5,26% ogółu spółek tej branży).

Spółki sektora przemysłu lekkiego stosowały przede wszystkim politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego (81,25% ogółu przedsiębiorstw tej gru-

<sup>6</sup> Ze względu na zbyt krótki okres funkcjonowania na giełdzie do analizy nie zostały wzięte dwie spółki tego sektora — PKN oraz Pollena Ewa.

py) oraz rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (12,50% ogółu przedsiębiorstw tej grupy). Politykę stałej lub wrastającej dywidendy za akcję realizowała jedna spółka.

Przeprowadzone badania nad spółkami sektora bankowego w zakresie stosowanych modeli wypłat dywidendy pozwalają zauważyć, iż spółki realizowały głównie rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (41,18% ogółu przedsiębiorstw tej grupy) oraz politykę stałej lub rosnącej dywidendy za akcję (35,29%). Prawie co ósmy bank wypłacał stałą wysokość dywidendy za akcję i nieomal też co ósmy bank stosował politykę 100-procentowego zysku zatrzymanego.

Spółki sektora budownictwa stosowały następujące modele polityki dywidendy: 100-procentowego zysku zatrzymanego (56,25% spółek tej grupy), rezydualną (nadwyżkową) politykę dywidendy (25,00%) oraz stałej lub rosnącej dywidendy (18,75% spółek tej grupy).

Powodem takiej sytuacji jest fakt, iż większość spółek sektora budowlanego ma krótką historię na giełdzie, a zachowanie tych firm w podziale zysku kształtowane jest bardziej przez ogólną sytuację gospodarczą kraju aniżeli sytuację na giełdzie i wpływ dywidendy na ich notowania. Spółki tego sektora umacniają swoją pozycję dzięki kapitałom z zysków zatrzymanych. Dodać należy, iż produkcja budowlana ma charakter sezonowy, dlatego osiągnane zyski w ciągu roku ulegają znacznym wahaniom, a kryteria, wybór i realizacja określonej polityki wypłat dywidendy posiada odmiennie nie tylko uwarunkowania rynkowe. To ostatnie spostrzeżenie o odmienności warunków i tym samym czynników kształtujących politykę wypłat dywidendy odnosi się zapewne do wszystkich giełdowych spółek akcyjnych.

## Bibliografia

- Alli K. L., Khan A. Q., Ramirez G. G., 1993, *Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis*, „The Financial Review”, t. 28, nr 4, November.
- Bandarzewski K., 1996, *Prawa akcjonariusza*, Wydawnictwo GEO, Kraków.
- Frąckowiak W., 1998, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Bhattacharya S., 1979, *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*, „Bell Journal of Economics”, Spring.
- Brigham E. F., 1996, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa.
- Dalecka A., 2000, *Sankcyjne umorzenie udziałów bądź akcji*, „Rzeczpospolita” nr 240.
- Gajdka J., Walińska E., 1998, *Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, tom II.
- Gonedes N., 1978, *Corporate Signalling, External Accounting and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends Income and Extraordinary Items*, „Journal of Accounting Research”, Spring.
- Jajuga K., Kuziak K., Markowski P., 1998, *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Jerzemska M., 1996, *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- John K., Williams J., 1985, *Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium*, „Journal of Finance”, September.

- Józwiak J., Podgórski J., 1992, *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa.
- Kane A., Lee Y. K., Marcus A., 1984, *Earnings and Dividend Announcements: Is there a Corroboration Effect?*, „Journal of Finance”, September.
- Krzeszowski W. D., 2000, *Umorzenie udziałów w spółkach kapitałowych*, „Serwis Finansowo-Księgowy” nr 14.
- Leahigh D., 1999, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Luszniewicz A., 1987, *Statystyka ogólna*, PWE, Warszawa.
- Machała R., 1999, *Umorzenie udziałów i akcji*, „Rachunkowość” nr 7.
- Mała Encyklopedia Ekonomiczna*, 1961, PWE, Warszawa.
- Miller M., Rock K., 1985, *Dividend Policy Under Asymmetric Information*, „Journal of Finance”, December.
- Nowak E., Pielichaty E., Poszwa M., 1999, *Rachunek opłacalności inwestowania*, PWE, Warszawa.
- Nowakowski E. W., 2000, *Dywidendy — kłopot czy konieczność (3)*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 16.
- Penman S., 1983, *The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends*, „Journal of Finance”, September.
- Peterson C. A., Millar J. A., Rimbey J. N., 1996, *The Economic Consequences of Accounting for Stock Splits and Large Stock Dividends*, „The Accounting Review” t. 71, nr 2, April.
- Pettway R. H., Malone R. P., 1973, *Automatic Dividend Reinvestment*, „Financial Management”, Winter.
- Pioch J., 2000, *Dywidenda w postaci akcji (2)*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 30.
- Poterba J. M., Summers L. M., 1984, *New Evidence That Taxes Affect Valuation of Dividends*, „The Journal of Finance”, nr 4.
- Rankine G. W., Stice E. K., 1997, *Accounting Rules and the Signaling Properties of 20 Percent Stock Dividends*, „The Accounting Review”, t. 72, nr 1, January.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D., 1999, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa — Kraków 1999
- Słownik Wyrazów Obcych*, 1958, PWE, Warszawa.
- Watts R., 1973, *The Information Contents of Dividends*, „Journal of Business”, April.
- Wheelen T. L., Hunger J. D., 1992, *Strategic Management and Business Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., New York.
- Wolk-Nowicki E., Marek G., 1995, *Efektywność rynku (7)*, „Nowa Europa”, 4 V.

### **A b s t r a c t** The Theory and Practice of the Policy of Dividend Payments in Public Companies



The basic aim of the article, composed of two parts, is to present the main goals of dividend policy and the results of empirical research showing the practices of its payments by the companies noted at the Stock Exchange in Warsaw. The so established aim of the elaboration is connected with the need of a fuller presentation in the first part of the elaboration of the concept and meaning of the dividend, the place of dividend benefits in the profits of the shareholders, the cost of the dividend as well as the forms and models of dividend payment policy. Although quite often mentioned in the literature these questions are not uniformly understood and interpreted.

The lack of wider and fuller results of empirical research on the implemented dividend payment policy by the Polish companies noted at the Stock Exchange in Warsaw and the meaning of this problem for practice are an essential premise for filling in this gap. This scientific intention can be found in the second part of the elaboration entitled: “The influence of operational and investment

activity on dividend payment” and containing the results of analysis of the correlation occurring between the results of operational activity and dividend payment and the investments and debt of the enterprise and dividend payment by the public companies noted on the basic market.

The presented results of regression analysis by means of Spearman's correlation coefficient have the character of dynamic and space-sectoral research.

The basic foundation of the considerations are the assumptions about the need to broaden the semantic scope of dividend policy, to enrich the evaluation of the dividend benefits of the shareholders and about the interaction of many various factors upon dividend payment policy in the Polish companies. The assumption about the need to broaden the meaning of dividend policy results from the necessity of exposing *sui generis* its two-flow character. It is generally speaking an expenditure on account of financial activity and also a determined income from the investment activity of the enterprise. The justification of recognition of the factors shaping dividend payment policy in the Polish companies is reflected in the need to analyze the models and variables of this policy and their connections with the financial strategies of the enterprise.