

Urszula Mrzygłód
Sabina Nowak
Magdalena Mosionek-Schweda
Jakub M. Kwiatkowski

WYGŁADZANIE DYWIDEND NA WSCHODZĄCYCH RYNKACH AKCJI



Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

WYGŁADZANIE DYWIDEND NA WSCHODZĄCYCH RYNKACH AKCJI

Urszula Mrzygłód
Sabina Nowak
Magdalena Mosionek-Schweda
Jakub M. Kwiatkowski

WYGŁADZANIE DYWIDEND NA WSCHODZĄCYCH RYNKACH AKCJI

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2020

Recenzent
dr hab. Tomasz Miziołek, prof. UŁ

Redaktor Wydawnictwa
Anna Roman

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Maksymilian Biniakiewicz

Publikacja sfinansowana ze środków Narodowego Centrum Nauki
projekt badawczy o numerze 2014/15/D/HS4/01220. Tytuł projektu:
„Zjawisko wygładzania dywidend na wschodzących giełdach
papierów wartościowych: występowanie i determinanty”,
kierownik projektu dr Urszula Mrzygłód

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-7865-941-9

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel./fax 58 523 11 37, tel. 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. 58 523 14 49

Spis treści

Wprowadzenie	7
---------------------------	----------

Rozdział 1

Zjawisko wygładzania dywidend – ujęcie teoretyczne	11
---	-----------

1.1. Funkcje dywidendy i formy jej wypłaty	11
1.2. Krótka o długiej historii dywidend	14
1.3. Modele wypłat dywidendy	18
1.4. Teorie dywidend	21
1.4.1. Przegląd głównych koncepcji teoretycznych	21
1.4.2. Zjawisko wygładzania dywidend	24
1.5. Miary wygładzania dywidendy – podejścia i pułapki metodologiczne	27

Rozdział 2

Determinanty wygładzania dywidend – przegląd literatury	31
--	-----------

2.1. Przegląd badań – czynniki rynkowe i sektorowe	31
2.2. Przegląd badań – czynniki mikroekonomiczne	53
2.2.1. Determinanty związane z funkcjonowaniem i zarządzaniem spółką	54
2.2.2. Pozostałe (niestandardowe) determinanty	61

Rozdział 3

Charakterystyka wybranych giełdowych rynków wschodzących	65
---	-----------

3.1. Definicje i klasyfikacje rynków wschodzących	65
3.2. Charakterystyka wybranych rynków giełdowych w Ameryce Łacińskiej	73
3.2.1. Giełda Papierów Wartościowych w Santiago	73
3.2.2. Meksykańska Giełda Papierów Wartościowych	78
3.3. Charakterystyka wybranych rynków giełdowych w Afryce	82
3.3.1. Giełda Papierów Wartościowych w Johannesburgu	82
3.3.2. Giełda Papierów Wartościowych w Kairze i Aleksandrii	86
3.4. Charakterystyka wybranych rynków giełdowych w Europie	89
3.4.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie	89
3.4.2. Moskiewska Giełda Papierów Wartościowych	96

3.5. Charakterystyka wybranych rynków giełdowych na Bliskim Wschodzie	102
3.5.1. Katarska Giełda Papierów Wartościowych	102
3.5.2. Dubajską Giełda Finansowa	105
Rozdział 4	
Wyglądanie dywidend – metodyka badania i wyniki analizy statystycznej	113
4.1. Kryteria wyboru i charakterystyka próby badawczej	113
4.2. Źródła danych	119
4.3. Zastosowane metody statystyczne	120
4.4. Statystyki opisowe zmiennych związanych z wyglądzaniem dywidend – pełna próba badawcza	123
4.5. Statystyki opisowe zmiennych związanych z wyglądzaniem dywidend w poszczególnych rynkach giełdowych	127
4.6. Wyniki analizy porównawczej	138
Rozdział 5	
Wyglądanie dywidend – wyniki modelowania ekonometrycznego	143
5.1. Zastosowane metody analizy przekrojowo-czasowej	143
5.2. Charakterystyka wybranych determinant szybkości dopasowania dywidend	146
5.3. Determinanty wyglądzania dywidend – wyniki analizy przekrojowej	151
5.4. Determinanty wyglądzania dywidend – wyniki analizy przestrzenno-czasowej ..	162
5.5. Wyniki analizy zależności pomiędzy stopą zwrotu z akcji a wyglądzaniem dywidendy	184
Zakończenie	189
Załączniki	193
Bibliografia	211
Literatura	211
Akty prawne	218
Źródła internetowe	220
Wykaz ważniejszych skrótów	224
Spis rysunków	225
Spis tabel	228
Spis załączników	230

Wprowadzenie

Problem podziału zysku w spółkach kapitałowych przyciąga uwagę zarówno ze względu na jego znaczenie dla akcjonariuszy spółek, jak i dla potencjalnych inwestorów prognozujących stopy zwrotu z akcji. Podział zysku, w tym wybór formy wypłaty oraz jej poziom, należy do ważnych regularnych decyzji spółek.

Polityka dywidend spółek giełdowych jest ściśle powiązana z uwarunkowaniami zewnętrznymi, do których należą np. stan i dynamika gospodarki oraz rynku giełdowego. Ten ostatni jest oceniany również pod względem atrakcyjności dla inwestorów, którzy pod uwagę biorą m.in. liczbę notowanych spółek, liczbę nowych ofert publicznych, płynność obrotu oraz właśnie atrakcyjność notowanych na giełdzie spółek i prowadzoną przez nie politykę dywidend. Wyniki finansowe giełd zależą od generowanych obrotów transakcyjnych, a te są zdecydowanie związane z umiejętnością przyciągania inwestorów przez notowane na nich podmioty.

Dane statystyczne dotyczące dywidend świadczą o wzroście wartości wypłaconych dywidend w ostatnich 10 latach. Zgodnie z raportami publikowanymi przez Henderson Global Investors¹ w 2018 r. inwestorom wypłacono 1371,6 mld USD (Henderson Global Investors 2019), co daje blisko stu procentową stopę wzrostu w porównaniu z 2009 r., w którym wartość dywidend wyniosła 717 mld USD (Henderson Global Investors 2014). Wzrost wartości dywidend objął giełdy ze wszystkich regionów świata, choć tendencja ta nie była równomierna. Najsłabiej pod tym względem kształtuje się stopa wzrostu dla giełd europejskich (37,3%), a najlepiej dla giełd należących do regionu Azji i Pacyfiku² (153,8%).

Powstaje zatem pytanie, czy spółki notowane na różnych rynkach giełdowych w zakresie prowadzonej polityki dywidend podlegają tym samym tendencjom, w szczególności zaś – czy podejmując decyzję o podziale zysku w spółkach, pod uwagę bierze się dywidendę wypłaconą w poprzednim okresie. Zagadnienie to określa się w literaturze przedmiotu „wyglądaniem dywidend” (*dividend*

¹ Informacje o skumulowanej wartości wypłaconych dywidend na danym rynku giełdowym są relatywnie rzadko gromadzone i publikowane. Raporty firmy Henderson Global Investors zawierają informacje o wartości dywidend wypłaconych przez 1200 największych spółek giełdowych świata (Janus Henderson Investors 2019).

² Obliczenia uwzględniają rynki giełdowe Japonii.

smoothing). Termin ten został zaproponowany w 1956 r. przez Johna Lintnera, który na podstawie wywiadów z osobami odpowiedzialnymi za politykę dywidendową zauważył, że bieżące wyniki finansowe są tylko częściowo odzwierciedlone w ustalaniu poziomu dywidendy. Artykuł Lintnera zainspirował wiele badań dotyczących wygładzania dywidend poświęconych najpierw wysoko rozwiniętym rynkom giełdowym Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, a następnie również mniejszym giełdom w państwach, takich jak Turcja, Indie, Wietnam, Hongkong (Adaoğlu 2000; Pandey, Bhat 2007; Chemmanur *et al.* 2010; Tran, Nguyen 2014), które zgodnie z nomenklaturą Morgan Stanley Capital International (MSCI) określane są mianem giełdowych rynków wschodzących (*emerging stock markets*).

Celem niniejszej książki jest analiza wygładzania dywidend na wybranych wschodzących rynkach akcji, których spółki są ujmowane w indeksie MSCI Emerging Stock Markets (MSCI EM). W ramach tego celu wyodrębniono następujące dwa cele szczegółowe. Pierwszym z nich jest wyznaczenie poziomu wygładzania dywidend, drugim zaś identyfikacja determinant wygładzania dywidend.

Indeks MSCI EM obejmuje ponad 20 rynków giełdowych, ale ze względu na szeroki obszar badawczy zdecydowano się zawęzić badanie do spółek notowanych na wybranych giełdach Chile, Meksyku, Polski, Rosji, Egiptu, Republiki Południowej Afryki oraz Kataru i Zjednoczonych Emiratów Arabskich. W ten sposób badaniem objęto cztery obszary geograficzne i dla każdego z nich wybrano po dwie giełdy papierów wartościowych. Okres badawczy obejmuje lata 1994–2015.

Lintner (1956) zauważył, że osoby odpowiedzialne za ustalanie dywidendy w spółkach mają silne przekonanie, że stabilny poziom dywidendy pozytywnie wpływa na wycenę rynkową spółki. Innymi słowy, chęć utrzymania dobrej wyceny spółki staje się w tym wypadku motywem wygładzania dywidendy. Niemniej w porównaniu z liczbą badań poświęconych wpływowi ogłoszenia o dywidendzie na cenę akcji związek pomiędzy wygładzaniem dywidendy a stopą zwrotu z akcji był podejmowany relatywnie rzadko. Z tego też względu w niniejszej książce zdecydowano się wprowadzić dodatkowy cel szczegółowy, którym jest analiza relacji między poziomem wygładzania dywidend a wyceną spółek giełdowych. Tym samym w badaniu uwzględniono również perspektywę inwestora giełdowego.

W opracowaniu określono następujące hipotezy badawcze:

1. W spółkach giełdowych notowanych na wschodzących rynkach akcji obserwuje się proces wygładzania dywidend w latach 1994–2015.
2. Na poziom wygładzania dywidendy na wschodzących rynkach akcji mają wpływ indywidualne atrybuty spółek giełdowych.
3. Cechy rynku giełdowego i jego otoczenie oddziałują na poziom wygładzania dywidendy na wschodzących rynkach akcji.
4. Istnieje zależność między poziomem wygładzania dywidend a stopą zwrotu z akcji.

Do realizacji celów pracy oraz weryfikacji hipotez badawczych wykorzystano narzędzia statystyki opisowej, statystyki matematycznej oraz modelowania

ekonometrycznego. Użyto klasycznej metody najmniejszych kwadratów (MНК) z estymatorem błędów ocen parametrów strukturalnych odpornym na autokorelację i heteroskedastyczność (Neweya-Westa), uogólnionej metody najmniejszych kwadratów (UMNK) oraz uogólnionej metody momentów z dwustopniowym estymatorem Blundella-Bonda (Blundell, Bond 1998). W odniesieniu do oszacowanych modeli zastosowano standardowe procedury weryfikacyjne. Punktem wyjścia do realizacji badania było zebranie obszernego materiału empirycznego, w szczególności historii wypłat dywidendy przez spółki notowane na wybranych rynkach akcji oraz ich wyników i wskaźników finansowych. Cennym źródłem danych i informacji na temat spółek był produkt Eikon udostępniony przez firmę Refinitiv na podstawie umowy o współpracy z Uniwersytetem Gdańskim.

W związku z wielowymiarowym charakterem podejmowanego tematu książka składa się z pięciu rozdziałów, zakończenia oraz załączników, w których przedstawiono szczegółowe wykresy i tabele dopełniające główny tekst. Celem pierwszego rozdziału jest zaprezentowanie najważniejszych pojęć oraz poglądów teoretycznych związanych z polityką dywidend. W pierwszej części rozdziału przedstawiono znaczenie decyzji dywidendowych w relacji do innych strategicznych decyzji przedsiębiorstw. W dalszej kolejności skoncentrowano się na omówieniu funkcji i form podziału zysku oraz genezie dywidend. Następnie omówiono teorie dywidend oraz przedstawiono badanie i poglądy Lintnera na temat zjawiska wygładzania dywidend. Zdefiniowano też pojęcie współczynnika szybkości dopasowania dywidendy (SOA – *speed of dividend adjustment*). W ostatniej części tego rozdziału wskazano główne sposoby prowadzenia badań zjawiska wygładzania, które stosowano w dotychczasowych analizach empirycznych. Wspomniano też o uchybieniach natury metodologicznej, powtarzających się w badaniach poświęconych temu zjawisku.

W drugim rozdziale szczegółowo omówiono czynniki determinujące dywidendy, w tym również ich wygładzania. Omówienie objęło dotychczasowe badania, które dotyczyły zarówno wysoko rozwiniętych, jak i mniej dojrzałych rynków giełdowych. W pierwszej części rozdziału przedstawiono czynniki rynkowe i sektorowe, natomiast w drugiej – czynniki charakteryzujące indywidualne spółki, takie jak wiek, wielkość czy wskaźniki finansowe. Celem tej części opracowania jest wyznaczenie zmiennych do własnego badania empirycznego.

W trzecim rozdziale zarysowano kontekst prowadzonej analizy empirycznej, czyli omówiono rynki giełdowe objęte badaniem. W pierwszej części rozdziału przybliżono czytelnikowi stosowane w literaturze klasyfikacje rynków giełdowych. Druga część rozdziału jest poświęcona poszczególnym giełdom i zawiera podstawowe dane statystyczne, takie jak liczba notowanych spółek, wartość kapitalizacji i obrotów oraz informacje dotyczące m.in. struktury rynku giełdowego, nadzoru i zasad ładu korporacyjnego.

W rozdziałach czwartym i piątym przeprowadzono analizę empiryczną. Rozdział czwarty poświęcono przedstawieniu założeń badania, w tym szczegółowo omówiono zasady doboru spółek do próby badawczej, etapy badania empirycznego i zastosowane metody statystyczne. Szczególną uwagę poświęcono dwóm

odrębnym metodom szacowaniu współczynnika szybkości dopasowania dywidendy: klasycznemu podejściu Lintnera (1956) oraz dwuetapowej procedurze Larkin, Leary'ego i Michaely'ego (2017). Następnie w czwartym rozdziale zreferowano wyniki analizy statystycznej dla oszacowanych współczynników szybkości dopasowania dywidendy. Obliczenia współczynników przeprowadzono dla każdej spółki indywidualnie, wykorzystując dwie wymienione metody szacowania. Otrzymane rezultaty omówiono odrębnie dla każdego z rynków giełdowych. Następnie podano wyniki przeprowadzonych testów statystycznych, które pozwoliły na wyciągnięcie wniosków o występowaniu statystycznie istotnych różnic w wygładzaniu dywidendy przez spółki z poszczególnych rynków giełdowych oraz sektorów gospodarki. W końcowej części tego rozdziału odniesiono się do różnic w poziomach współczynnika dopasowania dywidendy wynikających z dwóch wykorzystanych metod jego szacowania.

Końcowy rozdział pracy zawiera wyniki analizy ekonometrycznej przeprowadzonej na wybranej próbie badawczej. Przedstawiono w nim zmienne – potencjalne determinanty wygładzania dywidend. Następnie obszernie omówiono wyniki analizy przekrojowej, przeprowadzonej odrębnie dla dwóch sposobów szacowania współczynnika szybkości dopasowania dywidendy. W dalszej części rozdziału zostały zaprezentowane wyniki analizy przekrojowo-czasowej. Oszacowano i zinterpretowano dynamiczny model częściowego dopasowania dywidendy za pomocą uogólnionej metody momentów, a następnie wyznaczono istotne determinanty współczynnika szybkości dopasowania dywidendy na podstawie modelu panelowego. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że oszacowania współczynników SOA w tym ostatnim wypadku dokonano za pomocą regresji rolowanej, co wymagało dłuższych szeregów obserwacji. Z tego powodu dalsza analiza została oparta na próbie spółek, które miały przynajmniej jedenastoletnie szeregi obserwacji dywidendy. Niemniej jednak ze względu na wysoką heterogeniczność próby badawczej wyłonienie za pomocą podejścia panelowego determinant szybkości dopasowania dywidendy dla wszystkich spółek jednocześnie okazało się niemożliwe. W rezultacie konieczne stało się oszacowanie wyników dla trzech oddzielnych paneli, które odzwierciedlają zbliżone obszary geograficzne. Ostatecznie wyniki przedstawiono dla: Europy (Polska i Rosja), Ameryki Południowej i Środkowej (Chile i Meksyk) oraz Afryki (Egipt i RPA). Zrezygnowano z ujęcia w tej części badania Kataru i Zjednoczonych Emiratów Arabskich ze względu na zbyt małą liczbę spółek reprezentujących te kraje. W ostatniej części rozdziału omówiono wyniki analizy związku między szybkością dopasowania dywidendy a stopą zwrotu z akcji spółki na przykładzie polskiego rynku akcji.

Warto podkreślić, że bezcennym źródłem danych w trakcie przygotowywania niniejszego opracowania był serwis Eikon (firma Refinitiv; współpraca na podstawie umowy z Uniwersytetem Gdańskim).

Niniejsze opracowanie przedstawia część wyników projektu naukowego poświęconego zjawisku wygładzania dywidend. Badanie oraz publikacja książki zostały sfinansowane ze środków Narodowego Centrum Nauki w ramach projektu o numerze 2014/15/D/HS4/01220.

Rozdział 1

Zjawisko wygładzania dywidend – ujęcie teoretyczne

1.1. Funkcje dywidendy i formy jej wypłaty

Zgodnie z podejściem Bakera i Powella (2005: 5–6) na finanse korporacyjne składają się decyzje należące do trzech podstawowych kategorii: pozyskiwania źródeł finansowania, inwestowania pozyskanego kapitału oraz zarządzania kapitałem obrotowym. W odniesieniu do tego podziału dywidendy są związane z kategorią pierwszą i drugą, ponieważ podejmując decyzję o ich wypłacie, przedsiębiorstwo uszczupla wielkość wypracowanego zysku, który mógłby być przeznaczony na dalsze inwestycje i rozwój spółki. Takie rozumienie dywidendy wynika z przyjęcia maksymalizacji korzyści udziałowców (wzrostu wartości spółki) za nadrzędny cel zarządzania finansami przedsiębiorstwa (Bień 2011: 14). Z kolei Brealey i Myers (1999: 574) wskazują, że jeśli przedsiębiorstwo będzie utrzymywać stały poziom inwestycji (budżetowania kapitałowego) oraz zaciąganych pożyczek, to wzrost poziomu wypłacanych dywidend musi być związany z emisją akcji przedsiębiorstwa. Z tego też względu autorzy ci określają politykę dywidend jako „wybór pomiędzy zatrzymywaniem zysków (...) a wypłatą środków pieniężnych i emisją akcji (...)” (Brealey, Myers 1999: 574). Tym samym można stwierdzić, że decyzje o wypłacie dywidend, które w swej istocie mają powtarzalny charakter, należą do strategicznych problemów zarządzania finansami przedsiębiorstwa.

Finansowy charakter dywidendy wynika również z funkcji, jaką pełni ona dla inwestorów. Oprócz zysku kapitałowego dywidenda bezpośrednio wpływa na realizowaną przez nich stopę zwrotu z inwestycji. Należy się zatem zgodzić ze stwierdzeniem, że dywidenda jest „przejawem prawa własności w najczystszej postaci” (Pioch 2015: 406) inwestorów oczekujących zwrotu z zainwestowanego kapitału. Spółka może zdecydować o niewypłacie dywidendy w danym roku, ale nie ma możliwości ograniczenia praw akcjonariusza chociażby w zapisach w statucie spółki (Binek *et al.* 2006: 21; Pieloch-Babiarz 2017a).

W literaturze stosuje się różne wyjaśnienia pojęcia „dywidendy”. Na przykład Sierpińska podaje, że dywidenda jest ceną płaconą przez spółkę inwestorowi za

zakup akcji (Sierpińska 1999: 56). Dystrybucyjny charakter dywidendy podkreślają z kolei Leahigh (1999: 91) oraz Peters (2008: XI), wskazując, że dywidenda oznacza dystrybucję środków spółki na rzecz akcjonariuszy. Podobnie w opracowaniach Mayo (1997: 289), Jajugi, Kuziaka i Markowskiego (1998: 26) akcentuje się dystrybucyjny efekt dywidendy jako części zysku wypłaconego akcjonariuszom, który przypada na jedną akcję¹.

Poza eksponowaną rolę dochodowo-kosztową w przytoczonych definicjach w literaturze wyróżnia się również funkcje: informacyjną, kontrolną i motywacyjną dywidend (Dziawgo, Zawadzki 2011: 105–107). Funkcja informacyjna dywidendy jest związana z ogłoszeniem informacji o planowanej dywidendzie, która pozwala inwestorom na ocenę przyszłych przepływów z akcji i wpływa na wycenę spółki. Rola kontrolna dywidend wynika z monitorowania przez akcjonariuszy zarówno wyników spółek, jak i dokonywanych decyzji inwestycyjnych w spółce. Z tej perspektywy wypłata dywidendy zmniejsza zasób wolnych środków pieniężnych i podporządkowuje decyzje inwestycyjne maksymalizacji ich efektywności. Funkcja motywacyjna z kolei odnosi się do lojalności inwestorów i ich silniejszego przywiązania do tych spółek, które wypłacają dywidendę (Dziawgo, Zawadzki 2011: 107). Wymienione funkcje dywidendy są związane z koncepcjami teoretycznymi dywidend, o których będzie mowa w dalszej części rozdziału.

W poszczególnych krajach to głównie przepisy dotyczące spółek handlowych szczegółowo regulują możliwe sposoby podziału zysku przez spółki. Niemniej jednak najczęściej wypłata dywidend jest realizowana w postaci pieniężnej (gotówka) lub w postaci akcji spółki (Sierpińska 1999: 61; Kowerski 2011: 16). W wypadku dywidendy pieniężnej jej wartość może być wypłacona: jednorazowo, w częściach, a także w ustalonych kwartałach roku (taka praktyka obowiązuje na rynku giełdowym w Stanach Zjednoczonych). W niektórych rozwiązaniach prawnych jest przewidziana także możliwość wypłacania dywidend zaliczkowych (Horbaczewska 2012: 54).

Warto zwrócić uwagę, że akcjonariusz może otrzymać gotówkę w wyniku realizacji wykupu akcji własnych przez spółkę. Jest to transakcja odwrotna do sprzedaży akcji nowej emisji, która prowadzi do zmniejszenia wartości kapitału własnego i może być przeprowadzona za pomocą kilku metod (Hsieh, Wang 2009: 242–244):

- wykupu z ustaloną ceną, która często jest nieznacznie wyższa niż aktualna cena rynkowa;
- aukcji z ustalonymi przez spółkę widełkami ceny akcji, w ramach której to akcjonariusze proponują liczbę i cenę akcji wykupu, a następnie spółka ustala ranking i minimalną cenę wykupu;
- wykupu akcji bezpośrednio z rynku giełdowego po aktualnej cenie rynkowej; w tym wypadku spółka z góry ustala budżet przewidziany do realizacji

¹ Szerzej na temat definicji dywidend zob. Kowerski (2011: 15–16).

transakcji skupu w czasie ustalonego okresu (2–3 lata), ale jednocześnie nie jest zobowiązania do skupu ich określonej liczby²;

- opcji sprzedaży akcji z ustaloną ceną sprzedaży i okresem wykonania opcji;
- celowanego wykupu akcji, który obejmuje transakcje wykupu dużych udziałów przeprowadzanych z określonym akcjonariuszem bądź grupą akcjonariuszy; metoda ta może być efektywnie wykorzystywana w trakcie obrony spółki przed wrogiem przejęciem.

Mimo że zarówno wykup akcji własnych, jak i dywidenda pieniężna w efekcie powiększają zasób gotówki po stronie akcjonariusza, nie są one jednak tożsame dla akcjonariuszy i menadżerów spółek (tab. 1.1).

Tabela 1.1. Porównanie wybranych aspektów dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych

Kategoria/metoda	Dywidenda pieniężna	Wykup akcji własnych
spółki wypłacające	raczej większe	raczej mniejsze
pochodzenie gotówki	stabilne, powtarzalne dochody	dochody wyjątkowe, jednorazowe
wartość wypłacanego kapitału	mniejsza	większa
wypłata gotówki	jednorazowo	stopniowo
otrzymanie dochodu	wszyscy akcjonariusze	akcjonariusze dobrowolnie
koszty związane z otrzymaniem dochodu	ponosi spółka	ponosi akcjonariusz
opodatkowanie dochodu	mniej korzystne	bardziej korzystne
zmiana struktury kapitałowej	tak	tak
struktura właścicielska	brak zmian	zmiana (koncentracja)
prawo do głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy	brak zmian	zmiana (akcje nieme)
wpływ na wskaźnik EPS	neutralny	pozytywny
reakcja rynku kapitałowego na informacje o wypłacie	pozytywna	pozytywna
wpływ realizacji wypłat na rynkową cenę akcji	negatywny	pozytywny
wpływ na wartość opcji menadżerskich	negatywny	pozytywny
wartość wypłat w ostatnich dziesięcioleciach	malejąca	rosnąca

Źródło: Horbaczewska (2012: 117).

Zgodnie z badaniem przeprowadzonym przez Horbaczewską (2012) wykup akcji prowadzi do zmiany niektórych wskaźników, które leżą w kręgu zainteresowania menadżerów spółek. Za pomocą wykupu akcji menadżerowie spółek mogą oddziaływać na wycenę spółki, wpływać na poziom zysku przypadającego

² Stephens i Weisbach (1998) zauważyli, że tylko 57% badanych przez nich spółek rzeczywiście zrealizowało wykup akcji własnych zgodnie z uprzednim planem.

na akcję (EPS – *earnings per share*) czy też budować własność wewnętrzną, w tym głównie menadżerską (Horbaczewska 2012: 117–119).

Jak już wspomniano, podział zysku może również nastąpić w postaci akcji. Dokładnie rzecz ujmując, dotychczasowy akcjonariusz otrzymuje w takiej sytuacji dodatkowe akcje, co powoduje utrzymanie stałego udziału w spółce. Warto wspomnieć, że na niektórych rynkach wprowadzono programy reinwestycji dywidendy (DRIP – *dividend reinvestment plans*). Jest to interesujące rozwiązanie, zwłaszcza że dywidenda co do zasady nie jest świadczeniem zwrotnym (KPMG 2009). Także w tym wypadku możliwych jest kilka rozwiązań reinwestycji kapitału (He 2009: 343):

- wykup akcji własnych przez spółkę po cenach rynkowych (*open market DRIP*);
- emisja nowych akcji dla dotychczasowych akcjonariuszy;
- kombinacja tych dwóch rozwiązań.

Spółki mogą się podzielić zyskami z akcjonariuszami w innej formie niż wymienione. Na przykład spółka może się podzielić z akcjonariuszami próbkami produktów (Kowerski 2011: 16). Takie rozwiązania spółki stosują relatywnie rzadko i trzeba stwierdzić, że literatura na ten temat jest bardzo uboga. Należy podkreślić, że wykorzystanie innych form podziału zysku może być wygodne dla firm charakteryzujących się niewielką liczbą akcjonariuszy oraz gdy wykorzystany do tego majątek jest łatwo podzielny (Briggs 1932). Podzielność w tej sytuacji pozwala na zachowanie również zasady proporcjonalności udziałów poszczególnych udziałowców. Wykorzystanie w takim celu akcji lub obligacji firm trzecich, w które spółka uprzednio zainwestowała, stanowi zatem kolejne możliwe rozwiązanie. Z perspektywy akcjonariusza dywidenda bezgotówkowa może mu umożliwić odroczenie obowiązku podatkowego lub obniżenie podatków. Spółka natomiast może odnieść również korzyści, jeśli wartość rynkowa składnika aktywów różni się od wartości księgowej (zob. *Wealthy Retirement* 2019). Warto także zauważyć, że dywidenda bezgotówkowa w takiej postaci może być wykorzystana w ramach transakcji wydzielenia się odrębnych podmiotów gospodarczych z jednej spółki³ (KPMG 2009).

1.2. Krótko o długiej historii dywidend

Polityka dywidendowa w dużej mierze czerpie z zasad podziału zysku ukształtowanych w czasach nowożytnych. Mianowicie już XVI–XVIII w. – jak zwraca uwagę Benrud (2009: 21) – problemy związane z odpowiedzialnością, sprawiedliwością i nieuczciwością działających podmiotów gospodarczych były tak samo aktualne jak w czasach nam współczesnych.

³ Transakcje *spin-off* i *de-merger* (KPMG 2009).

Pierwsze partnerstwa udziałowe tworzone głównie na potrzeby handlowych wypraw dalekomorskich organizowanych na przykład w celu zakupu i dostarczenia do Europy orientalnych przypraw korzennych, kawy czy herbaty. Były to przedsięwzięcia krótkoterminowe obarczone dużym ryzykiem z powodu częstych chorób, napaści, piractwa czy chociażby zatonięć statków. Powstanie pierwotnego spółek kapitałowych jest łączone z dominacją interesów handlowych oraz brakiem silnej centralnej władzy państwowej, która mogłaby podporządkować plany kupców interesom państwa i tym samym ich wywłaszczyć (Dari-Mattiacci *et al.* 2017). Nie bez znaczenia jest, że pierwsze spółki powstały w ówczesnych Niderlandach oraz Anglii, w których ośrodki władzy były relatywnie słabsze w porównaniu z sytuacją w Hiszpanii czy Portugalii. W tamtym czasie to właśnie Hiszpania i Portugalia zdominowały handel międzynarodowy między Europą a Afryką, Azją i Ameryką. Niemniej władze innych państw miały ogromne aspiracje i pragnęły „rozwinąć żagle” dla handlu dalekomorskiego, zwłaszcza że różnica w poziomach cen towarów była bardzo atrakcyjna. W takich okolicznościach zamożni kupcy niderlandzcy i brytyjscy musieli znaleźć inne rynkowe rozwiązania, dzięki którym możliwe stawało się finansowanie wypraw oraz w najlepszym wypadku – również zdobycie pozycji monopolistycznej w handlu danym towarem, np. przyprawami czy tytoniem (Kyriazis, Metaxas 2011).

W Republice Siedmiu Zjednoczonych Prowincji Niderlandzkich (dzis. Holandia) rozwiązanie o nazwie *partenrederij*, które przypominało spółkę udziałową, zaczęło obowiązywać w drugiej połowie XVI wieku najpierw dla połowów na Morzu Północnym, a następnie zostało wykorzystane również do innych towarów. Rozwiązanie to początkowo sprowadzało się do zakupu statku na zasadach udziałowych, który po jednorazowej podróży i dostarczeniu towaru był sprzedawany wraz z całym ładunkiem. Zarządzaniem statkiem i ładunkiem zajmował się ówczesny księgowy (Kyriazis, Metaxas 2011).

Rozwiązanie to niosło za sobą kilka korzyści. Po pierwsze poza samym statkiem ówczesna spółka bądź stowarzyszenie nie miały innych aktywów. Nie było zatem konieczne ponoszenie dodatkowych kosztów na rzecz utrzymania wartości aktywów. Po drugie przychody powstałe z tytułu sprzedaży były dzielone między partnerów przedsięwzięcia proporcjonalnie do wartości wniesionych udziałów (Benrud 2009: 23). W rezultacie rozwiązanie przypominało dywidendy likwidacyjne (Kowerski 2011: 18). Po trzecie rozwiązanie to minimalizowało ryzyko oszustwa (Benrud 2009: 23) i sprzyjało dywersyfikacji ryzyka po stronie udziałowców. Jednak likwidacja aktywów każdorazowo po zakończonej wyprawie nie była rozwiązaniem efektywnym ekonomicznie. Zwłaszcza w sytuacji gdy udziałowcy czerpali korzyści ekonomiczne również w formie towarów (Benrud 2009: 23). W literaturze zwraca się także uwagę na tracony przez udziałowców kapitał ludzki, ponieważ wiedza i umiejętności zdobyte przez organizatorów w trakcie udanej wyprawy nie były wykorzystywane w kolejnych ekspedycjach (Kowerski 2011: 18).

Zdaniem Kyriazis i Metaxas (2011) naturalnym procesem było łączenie się mniejszych podmiotów w większe organizacje ze względu na duże nakłady

kapitałowe konieczne do uruchomienia przedsięwzięcia. Formuła spółki akcyjnej, której era właśnie nadchodziła, sprzyjała zarówno gromadzeniu kapitału od potencjalnych inwestorów, rozwojowi nowej zamożnej klasy społecznej, jak i powstaniu wielu nowych instytucji, takich jak giełda papierów wartościowych czy instytucje ubezpieczeniowe.

W XV w. w Anglii powstała Eastland Trading Company, która otrzymała monopol na handel z krajami bałtyckimi. Spółka została w 1555 r. przekształcona w Muscovy Company i Levant Company, które zajmowały się handlem z Rosją i Turcją. Następnie w 1600 r. powstała British East India Company jako wydzielona część z Levant Company. Spółki angielskie są pierwszymi, które mają odrębne „spisane” statuty (Kowerski 2011: 19). Są to jednak podmioty, których działalność musiała być odnawiana co określoną liczbę lat. Tak więc British East India Company działała na tradycyjnych zasadach organizacji i likwidacji aż do roku 1657. Z kolei w 1601 r. powstaje Dutch East India Company, która w polskiej historiografii znana jest pod nazwą Holenderskiej Kompanii Wschodnioindyjskiej. Obydwie spółki, brytyjska i holenderska, rozpoczęły działalność w tym samym czasie i dysponowały początkowo zbliżonymi zasobami kapitału. Jednak to spółka holenderska opierała się na średnioterminowym kapitale pochodzącym z emisji akcji, w której założono, że inwestor nie może wycofać kapitału przed upływem dekady. Jednocześnie zagwarantowano zbywalność akcji, co nie tylko dało możliwość wcześniejszego wycofania się z inwestycji, ale również umożliwiło handel akcjami spółki na giełdzie w Amsterdamie, która powstała niemalże w tym samym czasie⁴. W 1612 r. ówczesny zarząd spółki, która stała się już potęgą w handlu morskim, zwrócił się do władz Niderlandów o zniesienie zapisu o likwidacji spółki, co stanowiło jawne pogwałcenie praw akcjonariuszy. Zapis ten został zniesiony i w rezultacie 31 lipca 1612 r. powstała pierwsza na świecie w pełni zorganizowana i bezterminowa spółka akcyjna, która na wiele lat wyprzedziła spółkę angielską oraz zdominowała handel Europy z Azją (Dari-Mattiacci *et al.* 2017)⁵.

W opracowaniu Dari-Mattiacci *et al.* (2017) przedstawiono porównanie wartości dywidend wypłaconych przez dwie największe przedstawione spółki tego okresu. Już wtedy wypłata dywidend generowała konflikty, szczególnie wynikające z faktu, że Holenderska Kompania Wschodnioindyjska często przedkładała inne – polityczne i militarne – cele nad zaspokojenie oczekiwań akcjonariuszy. Interesujące jest jednak to, że spółka holenderska, w przeciwieństwie do angielskiej, utrzymywała stały poziom dywidendy w czasie.

Gdy mowa o rozwoju rynku kapitałowego i spółkach akcyjnych, naturalnym skojarzeniem są największe amerykańskie korporacje. Warto jednak pamiętać, że rozwój tych podmiotów rozpoczął się później i przebiegał na nieco innych

⁴ Od 1606 r. gazety holenderskie zaczęły publikować ceny spółek notowanych na giełdzie. Praktyka ta nie była znana w innych krajach i sprzyjała wzrostowi zaufania do giełdy (Kyriazis, Metaxas 2011).

⁵ Była to potężna organizacja z własnym wojskiem, flotyllą, która aktywnie angażowała się w wojny angielsko-holenderskie w XVII w.

zasadach niż chociażby w Anglii. Jak zauważa Vasudev (2008), wynikało to z kilku czynników:

- silnego indywidualizmu pierwszych osadników, który przyczyniał się do niechęci do kooperacji gospodarczej;
- trudności zakładania przedsiębiorstw na rozległych terytoriach, które zostały niedawno skolonizowane i były słabo zaludnione,
- braku silnej potrzeby tworzenia przedsiębiorstw w okresie gospodarki opartej na rolnictwie;
- rozszerzenia angielskiej ustawy antyspekulacyjnej (Bubble Act) na teren Ameryki Północnej, który spowodował utrudnienia w emisji akcji.

Wczesne korporacje amerykańskie można było podzielić na: publiczne, prywatne i komercyjne. Te ostatnie zostały później przekształcone w typowe korporacje biznesowe, a powstawały w celu sfinansowania dużych przedsięwzięć, takich jak budowanie dróg. Korporacje publiczne były tworzone przez miasta i gminy, z kolei prywatne były zakładane w celach religijnych i charytatywnych.

Warto pamiętać, że w USA długo trwała dyskusja nad prawami jednostki i równością wobec prawa różnych podmiotów. Obawiano się, że prawa jednostki mogłyby zostać ograniczone przez nadmiernie silne korporacje. Panowało wówczas przekonanie, że tworzenie korporacji komercyjnych powinno być związane z ważnym interesem publicznym. W rezultacie do 1800 r. wśród utworzonych korporacji komercyjnych 20% stanowiły banki, 76% – korporacje związane z infrastrukturą, a ostatnie 4% – podmioty działające w innych obszarach: górnictwo, przemysł itd. (Vasudev 2008).

Korporacje amerykańskie nie były specjalnie hojne pod względem wypłacania dywidend. Na tym tle wyróżniały się banki, które płaciły dywidendy w półrocznych okresach, ich średnioroczna wartość wynosiła wówczas 8,6% zainwestowanego kapitału (Kowerski 2011: 20). Zróżnicowane podejście do płatności dywidend wynikało z braku uregulowań prawnych zarówno w Anglii, jak i w USA. Zasady podziału zysku jeszcze długo się kształtowały i dopiero w XIX w. wprowadzano rozwiązania prawne dedykowane dywidendom, w których określano źródła płatności dywidend oraz relacje z wierzycielami. Na przykład stan Nowy Jork w 1825 r. wprowadził ustawę, w której myśl dywidenda nie mogła być wypłacona, jeśli w wyniku tego działania podmiot stałby się niewypłacalny (Benrud 2009: 26). Z kolei w stanie Massachusetts, który należał do najbardziej zindustrializowanych, przewidziano w przepisach z 1882 r. m.in. (Vasudev 2008):

- umiarkowaną wielkość korporacji za pomocą ograniczenia wielkości kapitału od 5 tys. do 1 mln USD, kapitał musiał zostać opłacony przed rozpoczęciem działalności;
- odpowiedzialność osobistą zarządu za długi firmy, w wypadku gdy spółka nie wypłaciła wynagrodzeń pracownikom lub gdy wartość zadłużenia przekroczyła wielkość kapitału akcyjnego;
- pozostawienie akcjonariuszom prawa do decydowania o zakupie czy sprzedaży nieruchomości;
- anonimowe głosowanie akcjonariuszy;

- obowiązek składania rocznych sprawozdań finansowych przed Komisarzem ds. Korporacji.

Wzrostu przedsiębiorstw nie można było jednak zatrzymać, szczególnie po roku 1880, kiedy to kraj ogarnęła rewolucja przemysłowa i powstały nowe ogromne podmioty z charyzmatycznymi i wpływowymi osobistościami na ich czele, np. Standard Oil Corporation z Johnem D. Rockefellerem. Mimo krytycznych postaw wobec silnych korporacji utrzymanie niektórych przepisów było nieuzasadnione ekonomicznie. W rezultacie kolejne rozwiązania prawne gwarantowały większe uprawnienia zarządom spółek w zakresie podejmowania kluczowych decyzji.

Rosnącej liczbie spółek towarzyszyło coraz większe zainteresowanie inwestorów, co wiązało się m.in. z większą presją na ujawnianie wyników finansowych. Niemniej przepisy w tym zakresie wprowadzono dopiero na przełomie XIX i XX w. Do końca XIX w. nadal dochodziło do niekorzystnych praktyk rynkowych, gdy wypłata dywidend następowała wraz z pojawieniem się podmiotu na giełdzie, także z zainwestowanego kapitału, co przyczyniało się również do znacznego pogorszenia sytuacji finansowej i upadłości (Benrud 2009: 28; Kowerski 2011: 20–21).

Warto podkreślić, że obowiązujące współcześnie rozwiązania w zakresie podziału zysku wykształciły się na przestrzeni wielu lat i są nieodłącznie związane z historią spółek akcyjnych i korporacji. Powstanie pierwszych podmiotów o tym charakterze ujawniło nowe problemy, które do dzisiaj są przedmiotem badań poświęconych zagadnieniu dywidend, m.in. chodzi o: koszty agencji, relacje z wierzycielami, asymetrię informacji między zarządem a akcjonariuszami, przejrzystość działalności spółek giełdowych i rzetelność informacji rynkowej.

1.3. Modele wypłat dywidendy

Zasady postępowania spółek w zakresie dywidend, do których należą decyzje określające: termin wypłaty, wysokość dywidendy, sposób oraz systematyczność tej wypłaty, można określić jako politykę dywidendy (Pioch 2015: 409).

Inwestorzy na rynku kapitałowym każdorazowo poddają ocenie politykę dywidendy prowadzoną przez spółki. Do najczęściej analizowanych wskaźników w tym obszarze należą: dywidenda przypadająca na jedną akcję (DPS – *dividend per share*), stopa dywidendy (DY – *dividend yield*), wskaźnik wypłaty dywidendy (DPR – *dividend payout ratio*) oraz wskaźnik zysku zatrzymanego⁶, nazywany też wskaźnikiem zatrzymania (RR – *retention ratio*). W tabeli 1.2 przedstawiono wzory dla poszczególnych wskaźników.

⁶ Nazywany też wskaźnikiem zatrzymania (Antkiewicz 2006: 312).

Tabela 1.2. Podstawowe wskaźniki dywidendowe

Wskaźnik	Wzór
dywidenda na jedną akcję (DPS)	$DPS = \frac{\text{zysk netto przeznaczony na dywidendę}}{\text{liczba akcji}}$
stopa dywidendy (DY)	$DY = \frac{\text{dywidenda na 1 akcję}}{\text{cena akcji}}$
wskaźnik wypłaty dywidendy (DPR)	$DPR = \frac{\text{dywidenda na 1 akcję}}{\text{zysk netto na 1 akcję}}$
wskaźnik zysku zatrzymanego (RR)	$RR = 1 - DPR$

Źródło: Antkiewicz (2006: 312, 313); Damodaran (2007: 1016–1018).

W praktyce spółki mają wiele możliwości kształtowania decyzji w zakresie dywidendy, jeśli uwzględni się zarówno zewnętrzne, jak i wewnętrzne uwarunkowania. Nie zawsze, jak pokazują chociażby doświadczenia polskich spółek, decyzje dywidendowe dają się łatwo usystematyzować, co jest związane z ich zmiennością. W literaturze zaś zwraca się uwagę na kilka zasadniczych modeli wypłat dywidendy pieniężnej. Można wśród nich wymienić polityki: stałych lub stopniowo rosnących dywidend, dywidend rezydualnych, stałej stopy wypłat, niskiej stałej dywidendy oraz dywidend dodatkowych.

W tabeli 1.3 przedstawiono charakterystykę podstawowych modeli wypłat dywidendy. Każda z ujętych możliwości niesie za sobą pewien określony poziom swobody (elastyczności) w podejmowaniu decyzji przez menadżerów spółek. Z perspektywy inwestorów jest to pewien poziom niższej lub wyższej przewidywalności decyzji spółki w zakresie dywidend. Na przykład polityka utrzymywania stałego poziomu dywidendy na jedną akcję jest mniej elastyczna dla spółki niż polityka niskiej stałej dywidendy na jedną akcję oraz dywidend dodatkowych, które są wypłacane nieregularnie. Niemniej inwestor łatwiej może przewidzieć poziom dywidendy w pierwszym modelu wypłat.

W literaturze zwraca się także uwagę na tzw. skrajne strategie wypłat, które polegają na utrzymywaniu zerowej dywidendy lub wypłacie całego zysku. Ponadto wskazuje się na związek prowadzonej polityki dywidendy z fazą cyklu życia danej firmy. Damodaran wyróżnia pięć faz: początkową (start-up), ekspansji, szybkiego wzrostu, stabilnego wzrostu oraz spadku. W tym modelu spółka powinna zacząć wypłacać dywidendę, gdy maleją możliwości jej rozwoju, co wiąże się z wejściem w fazę stabilnego wzrostu (Damodaran 2007: 1023–1024).

Bender i Ward (2002) wyróżniają natomiast cztery fazy cyklu życia spółki, które zostały krótko scharakteryzowane w tabeli 1.4. W pierwszej fazie akcjonariusze nie powinni oczekiwać wypłaty dywidend, ponieważ spółka ponosi bardzo wysokie ryzyko biznesowe i może częściej generować straty. W okresie szybkiego rozwoju spółka nadal charakteryzuje się niestabilnymi przepływami pieniężnymi, a jednocześnie ma na celu zwiększenie udziału w rynku. Bender i Ward (2002: 60) wskazują, że w tej fazie część akcjonariuszy odejdzie, a przyciągnięcie nowych będzie się mogło wiązać z wypłatą dywidendy.

Tabela 1.3. Podstawowa charakterystyka modeli wypłat dywidendy

Model wypłaty dywidendy	Charakterystyka
polityka stałych lub stopniowo rosnących dywidend	wysokość wskaźnika dywidendy na jedną akcję (DPS) utrzymywana na stałym poziomie w dłuższym okresie (np. kilkuletnim), zmiany wysokości wskaźnika DPS są relatywnie rzadko dokonywane, gdy menadżerowie spółki są przekonani (zmuszeni) o możliwości utrzymania wskaźnika w przyszłości (ze względu na brak możliwości utrzymania tego wskaźnika w przyszłości)
polityka dywidend rezydualnych	brak ustalonych przez spółkę poziomów wskaźników DPS lub DPR, dywidenda jest wypłacana po uprzednim zaspokojeniu potrzeb inwestycyjnych spółki
polityka stałej stopy wypłat	wysokość wskaźnika wypłaty dywidendy (DPR) jest utrzymywana na stałym poziomie
polityka niskiej stałej dywidendy wraz z nieregularną dywidendą dodatkową	wysokość wskaźnika dywidendy na jedną akcję jest utrzymywana na niskim stałym poziomie, w okresie wysokich wyników finansowych spółka wprowadza dywidendy dodatkowe (nadzwyczajne)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sierpińska (1999: 95–105); Tuzimek (2013: 176–177); Zarębski (2015); Pieloch-Babiarz (2017b).

Tabela 1.4. Cykl życia spółki a wypłata dywidendy

Faza cyklu życia	Charakterystyka	Dywidendy
uruchomienie	bardzo wysokie ryzyko biznesowe niskie ryzyko finansowe finansowanie kapitałem własnym (akcje)	nie jest wypłacana
ekspansja	wysokie ryzyko biznesowe niskie ryzyko finansowe finansowanie kapitałem własnym (akcje)	spółka może być „zmuszona” do wypłaty dywidendy
dojrzałość	przeciętne ryzyko biznesowe przeciętne ryzyko finansowe finansowanie kapitałem obcym (dług)	spółka wypłaca wysoką dywidendę
spadek	niskie ryzyko biznesowe wysokie ryzyko finansowe finansowanie kapitałem obcym (dług)	spółka wypłaca wysoką dywidendę

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bender i Ward (2002: 59).

Osiągnięcie etapu dojrzałości powinno skłonić spółkę do podniesienia współczynnika wypłaty dywidendy, ponieważ przepływy pieniężne oraz zyski są wysokie i stabilne, a spółka korzysta również z finansowania obcego. Autorzy wskazują też na zanikanie możliwości atrakcyjnego reinwestowania zysków przez spółkę, co prowadzi do zmniejszenia stopy zwrotu z akcji w przyszłości i powinno być rekompensowane akcjonariuszom przez dywidendę. Jeśli spółka wejdzie w fazę schyłkową, może to m.in. spowodować zaprzestanie reinwestycji i „uwolnienie” dodatkowych przepływów pieniężnych, które mogłyby zostać



Wydawnictwo
Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-7865-941-9