

Agnieszka Natasza Duraj

Pojęcie i funkcje dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych

Dynamicznemu rozwojowi polskiego rynku kapitałowego oraz wzrostowi jego roli i znaczenia w całym rynku finansowym towarzyszą nadzieje, emocje i rozterki inwestorów. Nadzieje związane są bezpośrednio z oczekiwaniami i pragnieniami otrzymania korzyści kapitałowych i dywidendowych. Emocje wynikają ze zmienności kursów rynkowych papierów wartościowych i przypisanych do nich korzyści. Rozterki inwestorów dotyczą wyboru rodzajów papierów wartościowych, wielkości transakcji, czasu, miejsca ich zakupu i sprzedaży.

Niewątpliwie na zachowania inwestorów w znaczący sposób wpływają także rezultaty działań publicznych spółek akcyjnych. W przypadku istnienia mocnej formy efektywności rynku kapitałowego ma miejsce z określonym prawdopodobieństwem bezpośrednie przełożenie rezultatów działania spółek kapitałowych na rynkowe kursy ich akcji. Jednym z takich rezultatów jest uchwalenie wypłaty dywidendy.

Artykuł stanowi przyczynek naukowy do dyskusji nad pojęciem i funkcjami dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych.

Pojęcie dywidendy

Ze słowem „dywidenda” spotykamy się bardzo często, choć z różnym nasileniem i odmiennym znaczeniem. Występuje ono szczególnie często w pierwszej połowie roku kalendarzowego, kiedy odbywają się walne zgromadzenia akcjonariuszy, na których zapadają decyzje o podziale rocznego zysku netto.

Należy jednak zauważyć, że bliższe określenie pojęcia dywidendy wywołuje sporo problemów. Wynika to – jak się wydaje – z dwoistego jej charakteru.

Pojęcie dywidendy można by wyprowadzić od łacińskiego słowa *dividendus*, co oznacza „podlegający podziałowi”¹⁾, a określenie *dividenda* odnieść do rezultatu owego podziału. Przyjęcie takiego wymiaru znaczeniowego słowa „dywidenda” nie może kojarzyć się ze wszystkim, co jest wynikiem określonego podziału. W przeciwnym razie podstawę owego podziału stanowić mogłyby wszelakie przedmioty, podmioty, struktury i procesy złożone z co najmniej dwu elementów. Nie każdy jednak rezultat podziału może być równoznaczny z dywidendą. Dywidendą nie jest podział majątku rzeczowego między wierzycieli i właścicieli, kompetencji, odpowiedzialności czy też grup pracowniczych według kwalifikacji lub rodzaju wykształcenia. Jej pojęcie odnosi się do szczególnego rodzaju finansowych korzyści właścicieli.

J. Gajdka i E. Walińska podkreślają, że: „Kategoria dywidendy jest [...] pojęciem wieloznacznym, jednak przede wszystkim kojarzy się ono z udziałem akcjonariuszy w zyskach spółki”²⁾.

Generalnie biorąc, dywidenda jest szczególną korzyścią finansową właściciela przedsiębiorstwa. Jej szczególność wynika z realizacji praw majątkowych, ustanowionych w kodeksie handlowym oraz zawartych w statucie spółki.

Prawa majątkowe właścicieli ustanowione w kodeksie handlowym formułują uprawnienie do dywidendy. Samo zaś uprawnienie i tym samym jego wykorzystanie uznać należy za pożytek, wynikający z prawa członkostwa. Dywidenda jest zatem prawem majątkowym wykorzystanym przez właścicieli przedsiębiorstwa w celu osiągnięcia korzyści finansowych. Korzyści te są głównie korzyściami gotówkowymi i/lub przyjmującymi postać dywidendy akcyjnej.

Stąd też twierdzenie, że dywidendą są płatności dokonywane przez spółki akcyjne na rzecz akcjonariuszy w formie gotówki lub akcji³⁾ jest w pełni uciążliwą merytoryczną definicją dywidendy.

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

- dywidenda stanowi część zysku do podziału przypadającą na każdą pojedynczą akcję⁴⁾,
- dywidendę można określić jako część zysku netto spółki przypadającą na wypłaty na jedną akcję, określoną uchwałą walnego zgromadzenia akcjonariuszy⁵⁾.

Tego rodzaju pojęcia dywidendy akcentują integralny związek dywidendy z zyskiem spółki i wskazują na występowanie zysku jako finansowej przesłanki jej uchwalenia oraz traktują dywidendę jako dystrybucję środków na rzecz właścicieli, dokonaną przez przedsiębiorstwo⁶⁾.

Pozostając w tym nurcie rozważań można zauważyć, że dywidenda jest kosztem i dochodem finansowym. M. Sierpińska stwierdza wprost, że dywidenda jest ceną, jaką spółka płaci inwestorowi za to, że kupił wyemitowane przez nią akcje i stąd jest traktowana jako koszt korzystania z kapitału akcjonariuszy⁷⁾. Koszt ten związany jest ze zmniejszeniem własnych wewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa⁸⁾ 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 wypłacana⁹⁾. Można ją także pojmować jako swoiste wynagrodzenie z zysku za ryzyko pozostawienia kapitałów własnych do dyspozycji spółki¹⁰⁾. Takie widzenie dywidendy jako specyficznego rodzaju wynagrodzenia wypłacanego akcjonariuszom lub udziałowcom wzmocnia spostrzeżenie o tym, że:

- 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.

Dywidenda może być rozpatrywana jako *sui generis* opcja korzyści wynikających z podzielenia i otrzymania części zysku netto w określonej postaci. Opcja

jest w tym przypadku rozumiana jako prawo wyboru i zarazem jako zastrzeżone prawo dla walnego zgromadzenia akcjonariuszy do 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 tylko na jej potencjalne korzyści dywidendowe.

Funkcje dywidendy

Do zasadniczych funkcji dywidendy zaliczyć należy funkcję informacyjną, dochodowo-kosztową, motywacyjną i kontrolną. Funkcje te są ze sobą bezpośrednio związane, przenikają się i trudno jest wyrazić je od pozostałych.

Funkcja informacyjna dywidendy wyraża się we wskazaniu na sytuację finansową przedsiębiorstwa, jego troskę o interesy właścicieli oraz na przyjętą i realizowaną politykę dywidendy. Zwiększenie dystrybucji środków pieniężnych w postaci dywidendy na rzecz akcjonariuszy sygnalizować może dbałość spółki o wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa i o ochronę przed przejęciem. Z drugiej strony – wzrost wypłat dywidend może być również negatywnym sygnałem i może świadczyć, że przedsiębiorstwo nie ma możliwości poważniejszego osiągnięcia ekonomicznej wartości dodanej (EVA), powstającej z realizacji projektów inwestycyjnych o dodatniej wartości zaktualizowanej netto. Z kolei zmniejszenie wypłat dywidendy w przypadku braku dostatecznego kapitału samofinansowania na realizację efektywnych inwestycji, przy wysokim koszcie pozyskania kapitałów zewnętrznych, może spowodować wzrost wartości rynkowej akcji przez obniżenie wypłat dywidend i przeznaczenie uzyskanych środków na te inwestycje¹¹.

Funkcja dochodowo-kosztowa dywidendy wyraża się w dostarczaniu akcjonariuszom korzyści i tworzeniu kosztów dywidendy dla spółki akcyjnej w pewnym czasie. Wypłacona dywidenda jest zarazem dochodem dla akcjonariusza, jak i kosztem dla przedsiębiorstwa. Te korzyści i koszty mogą występować corocznie lub co pewien czas albo też mogą w ogóle nie mieć miejsca. W przeciwieństwie do korzyści kapitałowych, które mogą wystąpić w momencie sprzedaży akcji, korzyści dywidendowe mogą być otrzymywane corocznie i tym samym ich wartość może być rozpatrywana jak wartość strumienia dochodów.

Funkcja motywacyjna dywidendy polega na tworzeniu przez nią zachęt do zakupu, trzymania lub sprzedaży akcji. Gdy dywidenda jest wypłacana regularnie i jej wielkość kształtuje się na wysokim poziomie, skłaniać to może inwestorów do zakupu i trzymania akcji. W przypadku, gdy dywidenda wypłacana jest nieregularnie, a jej wysokość ulega wahanom lub kształtuje się na niskim poziomie, wówczas może nie stanowić dostatecznej przeciwwagi do sprzedaży posiadanych akcji przez inwestorów. Motywem sprzedaży akcji, płacących takie dywidendy, mogą być zarówno znaczące zyski kapitałowe, powstające w wyniku sprzedaży akcji po znacznie wyższej cenie sprzedaży od ceny zakupu akcji lub chęć uniknięcia strat kapitałowych powstających wskutek obniżki cen rynkowych akcji.

Funkcja kontrolna dywidendy odzwierciedla się m.in. w ocenie zdolności spółki do wypełniania powinności wobec właścicieli i jej wierzycieli. Dywidenda stanowi potwierdzenie równej partycypacji właścicie-

li w odpowiednim kapitale akcyjnym. Jest ona wyrazem jednakowego traktowania wszystkich właścicieli danej grupy. Można również dodać, iż służy ona podkreśleniu ważności pozycji i roli właściciela wraz z jego nadziejami, odpowiedzialnością i związania własnych interesów z interesami przedsiębiorstwa.

Wydaje się, że funkcja kontrolna wypłaty dywidendy wzmacnia mechanizm zapobiegający „wyprowadzeniu” składników majątkowych z kapitału zakładowego przez wspólników. W spółkach akcyjnych istnieje obowiązek utworzenia kapitału zapasowego, na który obligatoryjnie przelewa się 8% czystego zysku, dopóki kapitał akcyjny nie osiągnie przynajmniej jednej trzeciej części kapitału akcyjnego. Uszczuplenie zaś kapitału zakładowego obliguje do pokrycia niedoboru z zysku. Czysty zysk pozostający po wyrównaniu ubytków w kapitale zakładowym stanowi podstawę wypłaty dywidendy. Kontrolna funkcja dywidendy uwiadocznia się także w tym, że spełnia ona funkcję instrumentu obrony przed przejęciem. Jedną z najczęściej obserwowanych reakcji przedsiębiorstw na zagrożenie przejęciem jest ogłoszenie informacji o obecnej i/lub przewidywanej wysokości osiąganego zysku, płaczonej dywidendy lub wartości majątku¹². Ogłoszenia o zwiększonej dywidendzie i prognozach dalszego jej wzrostu często towarzyszą korektom wysokości zysku.

W ten sposób manifestuje się także controllingowy system zarządzania dywidendą, w którym dywidenda jest traktowana jako instrument zarządzania zorientowany na wywołanie pożądanych zmian w systemie tworzenia i podziału zysku nie tylko w celu wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

PRZYPISY

- ¹ *Słownik Wyrazów Obcych*, PWE, Warszawa 1958, s. 171.
- ² J. GAJDKA, E. WALIŃSKA, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, tom II, PRRwP, Warszawa 1998, s. 267.
- ³ S.A. ROSS, R.W. WESTERFIELD, B.D. JORDAN, *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 1999, s. 257.
- ⁴ K. BANDARZEWSKI, *Prawa akcjonariusza*, Wydawnictwo GEO, Kraków 1996, s. 66; K. JAJUGA, K. KUZIAK, P. MARKOWSKI, *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1998, s. 26; J. GAJDKA, E. WALIŃSKA, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, tom II, PRRwP, Warszawa 1998, s. 266 oraz E. NOWAK, E. PIELICHATY, M. PO-SZWA, *Rachunek opłacalności inwestowania*, PWE, Warszawa 1999, s. 84.
- ⁵ W. FRĄCKOWIAK, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 392 oraz *Mala Encyklopedia Ekonomiczna*, PWE, Warszawa 1961, s. 137.
- ⁶ D. LEAHIGH, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 1999, s. 91 oraz S. ROSS, R. WESTERFIELD, B. JORDAN, *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 573.
- ⁷ M. SIERPIŃSKA, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 56.
- ⁸ J.M. POTERBA oraz L.M. SUMMERS wykazują wprost, że wypłata dywidendy zmniejsza zdolność samorozwoju przedsiębiorstwa opartego na nagromadzonych zyskach zatrzymanych – J.M. POTERBA, L.M. SUMMERS, *New Evidence That Taxes Affect Valuation of Dividends*, „The Journal of Finance” 1984, nr 4.
- ⁹ M. SIERPIŃSKA, op. cit., s. 56.
- ¹⁰ M. SIERPIŃSKA, op. cit., s. 50.
- ¹¹ M. JERZEMOWSKA, *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1996, s. 116.
- ¹² Tradycyjna technika ogłoszenia o zwiększonej dywidendzie została zastosowana przez firmę Ward White, która ogłosiła podwyżkę okresowej dywidendy o 20%, w odpowiedzi na ofertę przejęcia ze strony firmy Boots – zob. T. JENKINSON, C. MAYER, *Wrocie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwami*, Drukarnia Naukowo-Techniczna, Warszawa 1998, s. 34-35.