

Grzegorz Jabłoński*

WPLYW WYSOKOŚCI DYWIDENDY NA STOPY ZWROTU Z AKCJI

Proces dostosowania polskich przedsiębiorstw do nowych warunków ich działania znalazł swoje odzwierciedlenie w przemianach prawno-organizacyjnych, instrumentalnych i mechanizmach zarządzania.

Podmioty gospodarcze dla realizacji swoich celów ekonomicznych wybierają bardzo często status spółki akcyjnej. Podstawowe uregulowania formalno-prawne dla tworzenia, prowadzenia oraz likwidacji działalności tego typu podmiotów zostały ujęte w kodeksie handlowym z 1934 r. Jeden z bardzo ważnych instrumentów zarządzania spółką akcyjną stanowią dywidendy, przysługujące akcjonariuszom.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie sposobu mierzenia łącznych korzyści akcjonariuszy z zainwestowanego przez nich kapitału w działalność omawianej formy spółki kapitałowej.

Pod pojęciem dywidendy rozumię część zysków netto, która została przeznaczona do rozdziału między akcjonariuszy. Często dywidenda jest pojmowana i wyrażona jako kwota przypadająca na jedną akcję. Jej wielkość możemy ustalić, dzieląc ogólną kwotę dywidendy przez ilość akcji uprawnionych do jej poboru. Dywidenda może być też rozumiana jako kwota, którą otrzymuje akcjonariusz posiadając określoną liczbę akcji. Tak liczona dywidenda jest iloczynem dywidendy przypadającej na jedną akcję i liczby posiadanych akcji.

$$D_c = D \cdot n$$

gdzie:

D_c = kwota dywidendy, jaką otrzyma akcjonariusz,

D = dywidenda jednostkowa,

n = liczba akcji.

Dividenda w tłumaczeniu z łaciny oznacza – rzeczy do podziału¹.

* Mgr, doktorant w Zakładzie Analizy i Diagnostyki UŁ.

¹ W. Kopaliński, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, Warszawa 1989, s. 135.

Posiadacze akcji mają określone ściśle prawa i zakazy oraz obowiązki i korzyści. W myśl kodeksu handlowego².

- akcjonariuszom nie wolno pobierać odsetek od akcji;
- akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku rocznym przeznaczanym przez walne zgromadzenie do podziału;
- zysk rozdziela się w stosunku do nominalnej wartości akcji, jeżeli akcje nie są całkowicie opłacane, rozdziela się zysk w stosunku do dokonanych wpłat na akcje;
- spółka może wydawać akcje o szczególnych uprawnieniach, które mogą dotyczyć na przykład prawa głosu, dywidendy i podziału majątku w razie likwidacji spółki.

Zasadniczym motorem postępowania akcjonariuszy jest chęć uzyskania pożądanej stopy korzyści z zainwestowanego kapitału. Korzyści te wynikać mogą z dwóch źródeł, a mianowicie: zmian (wzrostu) cen akcji oraz dywidendy.

Syntetycznym miernikiem owych korzyści jest stopa zwrotu z akcji. Stopę tę da się wyrazić za pomocą następującego wzoru³:

$$R = \frac{D + P_2 - P_1}{P_1} \quad (1)$$

gdzie:

- R – wartość stopy zwrotu,
- D – dywidenda przypadająca na jedną akcję,
- P_1 – cena akcji na początku okresu,
- P_2 – cena akcji na końcu okresu.

Dla uzyskania przejrzystości wywodu przyjmuję, że okres dla którego określana jest wysokość stopy zwrotu pokrywa się z okresem bilansowym, który kończy się podjęciem decyzji o ustaleniu wysokości dywidendy przez walne zgromadzenie. Przyjęcie dłuższych okresów może powodować trudności w ustaleniu wartości stopy zwrotu, ponieważ m. in. można przyjąć różne sposoby wykorzystania kolejno otrzymywanych dywidend, zmienia się wartość pieniądza w czasie itp.

Przekształcając wzór (1) do postaci

$$P_1 R = D + P_2 - P_1 \quad (2)$$

² M. Allerhand, *Kodeks handlowy, Spółka akcyjna, Komentarz*, Bielsko-Biała 1992, s. 66–69, art. 354, 355 i 357.

³ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, Poznań 1992, s. 141.

otrzymujemy wysokość dochodu, jaki otrzyma inwestor na koniec okresu, jeżeli zainwestował P_1 środków pieniężnych. Wyrażenie $P_1 R$ jest większe od 0, gdy

$$P_2 - P_1 > 0 \quad \text{oraz} \quad D = 0 \quad (3)$$

$$P_2 - P_1 < 0 \quad \text{oraz} \quad D > P_2 - P_1 \quad (4)$$

$$P_2 - P_1 = 0 \quad \text{oraz} \quad D > 0 \quad (5)$$

Różnica $P_2 - P_1$ stanowi nominalne ujęcie zmiany wartości akcji. Dodatnia lub ujemna wartość $P_1 R$ informuje tylko, czy dla danego okresu i danej inwestycji inwestor uzyskał dochód lub poniósł stratę.

Rozpatrywanie wartości $P_1 R$ lub R w oderwaniu od alternatywnych możliwości inwestowania nie pozwala na określenie stopnia atrakcyjności danej lokaty.

Dla zobiektywizowania wartości stopy zwrotu z danej akcji należy porównać ją ze stopą zwrotu z innych dostępnych inwestycji finansowych. Jeżeli inwestor za wartość P_1 nabędzie akcje, to ze względu na ryzyko tego typu inwestycji ma prawo oczekiwać, iż stopa zwrotu z akcji przyjmie wartość:

$$R > r,$$

gdzie r to stopa zwrotu z lokat pozbawionych ryzyka.

Należy zauważyć, że

$$R = \frac{D + P_2 - P_1}{P_1} = \frac{D}{P_1} + \frac{P_2 - P_1}{P_1} \quad (6)$$

$$\frac{D}{P_1} = R_D \quad (7)$$

$$\frac{P_2 - P_1}{P_1} = R_p \quad (8)$$

$$R = R_D + R_p \quad (9)$$

gdzie:

R_D – stopa zwrotu kształtowana wysokością dywidendy,

R_p – stopa zwrotu kształtowana zmianą ceny akcji.

Przedstawienie stopy zwrotu R jako sumy R_D i R_p uważam za konieczne, ponieważ różne są miejsca, w których określane są wartości determinujące wysokość tych stóp.

Wysokość R_p dla danego P_1 jest określona przez wartość P_2 . Wartość P_2 jest ustalana na podstawie notowań giełdowych dla akcji dopuszczonych do publicznego obrotu. Może więc podlegać spekulacyjnym wahaniom, niezależnym od wyników uzyskiwanych przez przedsiębiorstwo, którego akcje są przedmiotem wyceny.

Wysokość R_D jest kształtowana poprzez decyzję walnego zgromadzenia. Dla danego P_1 wysokość R_D zdeterminowana jest przez wartość D . Możliwa do przyjęcia wartość jest zależna od:

- wysokości zysku netto, jakim dysponuje przedsiębiorstwo na koniec roku bilansowego,
- przyjętej stopy podziału zysku, która powinna uwzględniać potrzeby finansowe przedsiębiorstwa w przyszłych okresach oraz indywidualne preferencje udziałowców.

Chcąc określić wpływ stopy zwrotu kształtowanej wysokością dywidendy R_D na stopę zwrotu z akcji R oraz znaczenie wartości stopy R_p w ogólnej ocenie efektywności inwestycji kapitałowej przyjmijmy, że przykładowy inwestor dysponuje kapitałem $P_1 = 100$ jednostek. Roczna stopa oprocentowania wkładów bankowych wynosi 33% ($r = 0,33$). Oznacza to, że inwestor z bardzo dużym prawdopodobieństwem może oczekiwać na dochód równy

$$P_1 \cdot r = 100j \cdot 0,33 = 33j.$$

Jeżeli inwestor za P_1 jednostek nabył akcję, której cena na koniec okresu wynosi $P_2 = 130$ jednostek, to dla dywidendy $D = 0$, stopa zwrotu R wynosi:

$$R = \frac{130 - 100}{100} + \frac{0}{100} = 0,3.$$

Widzimy, że $R < r$ oznacza to, że zakup akcji był inwestycją nieefektywną. Natomiast jeżeli dla $P_2 = 130$ jednostek wartości dywidendy $D = 5$ jednostek, to R jest równe

$$R = \frac{130 - 100}{100} + \frac{5}{100} = 0,35.$$

Wartość R jest wyższa o 2 punkty procentowe od r i stanowi 106% wartości r . Inwestowanie w akcje firmy, dla której $R > r$ może być uznane za działanie efektywne, jeżeli zgadzamy się przyjąć pewien stopień ryzyka.

Uwzględniając 20%⁴ zryczałtowany podatek dochodowy od wypłaty dywidendy, to wartość dywidendy przed opodatkowaniem powinna wynosić

⁴ Ustawa z 26 VII 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych art. 30 oraz ustawa z 15 II 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, art. 22.

$$D_B = D \cdot (1 - p_d)^{-1} \quad (10)$$

gdzie:

D_B – dywidenda w kwocie brutto przed opodatkowaniem,

p_d – stawka podatku,

D – kwota netto dywidendy przypadającej na jedną akcję.

W omówionym przykładzie wartość dywidendy przed opodatkowaniem powinna wynieść:

$$D_B = 5 \cdot (1 - 0,2)^{-1} = 6,25.$$

Uogólniając wpływ podatku na wysokość otrzymanej dywidendy, przy stawce podatkowej 20%, dywidenda brutto stanowi 125% dywidendy netto.

Dla przykładu przyjąłem, że r jest stopą zwrotu z lokat pozbawionych ryzyka. Jednak za wartość r , w procesie decyzji inwestycyjnych, możemy przyjmować stopę wzrostu z różnych lokat kapitałowych lub ich kombinacji.

Porównanie wielkości R i r będzie zawsze elementem analizy *ex post* efektywności danej lokaty dla inwestora. Dla walnego zgromadzenia powinno stanowić element wpływający na sposób podziału zysku. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, gdy spółka zamierza wyemitować nowe akcje. Potencjalni nabywcy przywiążą szczególną uwagę do wielkości R w poprzednich okresach.

Samą wysokość dywidendy przypadającej na jedną akcję dla prognozowanej wielkości R można przedstawić przekształcając wzór (2):

$$P_1 R = D + P_2 - P_1, \quad (11)$$

$$P_1 (R + 1) - P_2 = D.$$

Z matematycznego punktu wynika, że jest możliwe dla $R > 0$, iż wartość dywidendy $D < 0$.

Ekonomiczne uzasadnienie tej sytuacji zawiera się w stwierdzeniu, że faktyczny dochód otrzymany z różnicy kursowej ceny akcji przewyższył zakładany, pożądany dochód z całej inwestycji:

$$P_2 - P_1 > R \cdot P_1 \quad (12)$$

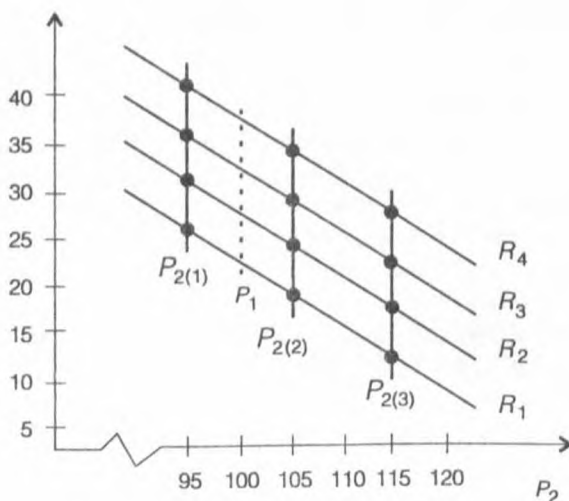
gdzie wartość R ma tu charakter spekulatywny (jest to wartość oczekiwana na koniec okresu, w momencie jej ustalania nie znamy wartości P_2).

Przykład

Założenia: $P_1 = 100$ jednostek, $R_1 = 0,2$, $R_2 = 0,25$, $R_3 = 0,30$, $R_4 = 0,35$, $P_{2(1)} = 95$, $P_{2(2)} = 105$, $P_{2(3)} = 115$.

Macierz wysokości dywidend			
Dla R równe:	dla P_2 równe		
	95	105	115
	25	15	5
0,20	30	20	10
0,25	35	25	15
0,30	40	30	20

Przykład ten możemy przedstawić w postaci graficznej.



Rys. 1. Model graficzny macierzy wysokości dywidend

Źródło: Opracowanie własne.

W zaprezentowanym modelu graficznym proste R_1 , R_2 , R_3 , R_4 przedstawiają izostopy zwrotu z akcji. Każda z nich zawiera nieskończoną liczbę kombinacji (przy danej początkowej cenie akcji P_1 wysokości dywidendy i ceny akcji P_2 na koniec okresu, dla których stopa wzrostu jest stała. Możemy zauważyć również, że dla danej ceny akcji $P_{2(n)}$ na koniec okresu możliwe jest zrealizowanie różnych wartości stopy zwrotu, ale tylko poprzez zmianę wysokości dywidendy.

Przedstawione rozważania teoretyczne wskazują, iż wysokość dywidendy wypłaconej posiadaczom akcji powinna nie pozostawać bez wpływu na

wartość stopy zwrotu, którą realizują oni w długim okresie. Jednak dotychczasowa historia kształtowania cen akcji na WGPW wskazuje, iż wysokość dywidendy przyznanej na akcję posiada marginalne znaczenie w kształtowaniu stopy zwrotu z danego waloru. Dla zobrazowania wniosku przytoczę przykład spółki, której walory sprzedawano w ofercie publicznej w czerwcu 1991 r. po cenie 50 000 zł za akcję. Walory te notowane były po raz pierwszy na WGPW w dniu 16 VII 1991 r., a ich kurs wynosił 40 000 zł za akcję.

Tabela 1

Zmiany kursów akcji spółki w okresie 16 VII 1991 – 31 V 1994 (w tys. zł)

Kwartał	Cena		
	minimalna	maksymalna	średnia
III kw. 1991 (od 16 VII 1991)	37,5	44,0	39,7
IV kw. 1991	35,0	50,0	41,7
I kw. 1992	37,0	44,0	41,3
II kw. 1992	23,0	41,0	34,9
III kw. 1992	27,5	35,0	29,2
IV kw. 1992	28,0	40,0	33,3
I kw. 1993	34,0	56,5	42,3
II kw. 1993	54,5	221,0	130,4
III kw. 1993	225,0	625,0	415,2
IV kw. 1993	425,0	595,0	506,9
I kw. 1994	570,0	1 170,0	853,3
II kw. 1994 (do 31 V 1994)	495,0	730,0	601,0

Źródło: Prospekt II emisji akcji „Wólczanka” S.A., Łódź 1994, s. 64 i n.

Spółka w swojej historii decyzjami Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy dwa razy postanowiła przeznaczyć część zysku na wypłatę dywidendy (za rok bilansowy 1992 i 1993). Termin ustalenia prawa poboru pierwszej dywidendy miał miejsce 16 VI 1993 r., a jej wysokość wyniosła 5000 zł na akcję. Prawo poboru drugiej dywidendy ustalono na 4 VII 1994 r., jej wysokość wynosi 5300 zł i zostanie ona wypłacona w dwóch ratach: w lipcu – 2800 zł i grudniu – 2500 zł.

Jeżeli założymy, że akcjonariusz nabył walory spółki na jej pierwszej sesji giełdowej i zbył je na koniec 1993 r. (kurs na dzień 30 XII 1993 r. 520 000 zł), to ze wzoru 6 wynika, że stopa zwrotu z akcji wyniosła 12 125.

$$R = \frac{5}{40} + \frac{520 - 40}{40} = 0,125 + 12 = 12\,125,$$

$$\frac{R_D}{R} \cdot 100\% = \frac{0,125}{12,125} \cdot 100\% \approx 1\%.$$

Należy zauważyć, że $R_D = 0,125$ stanowi ok. 1% całkowitej stopy zwrotu. Stopa R_D wynosiła w momencie maksymalnego kursu ceny akcji (notowanie z 14 III 1994, cena akcji 1 700 000 zł) 0,3% całkowitej stopy zwrotu z akcji na ten dzień.

$$R = \frac{5}{40} + \frac{1700 - 40}{40} = 0,125 + 41,5 = 41,625,$$

$$\frac{R_D}{R} \cdot 100\% = \frac{0,125}{41,625} \cdot 100\% = 0,3\%.$$

Dywidenda przyznana za rok bilansowy 1993 w wysokości 5300 zł, którą akcjonariusze otrzymują w całości dopiero w końcu 1994 r. nie zmieni w sposób znaczący udziału R_D (stopy zwrotu kształtowanej wysokością dywidendy) w strukturze stopy zwrotu z akcji R .

Bezpośrednia rozmowa z członkami kierownictwa spółki potwierdziła ten pogląd. Zarząd, proponując przekazanie części zysku bilansowego na wypłatę dywidendy, kieruje się chęcią wytworzenia *image*: „spółki płacącej regularnie dywidendę”. W jego ocenie obecne wypłaty dywidendy mają znaczenie bardziej natury psychologicznej niż ekonomicznej i stanowią dodatkowy element usatysfakcjonowania drobnych akcjonariuszy. Dochodowy walor dywidendy może mieć miejsce tylko, gdy akcjonariusz posiada większą ilość akcji na przykład powyżej tysiąca. Kierownictwo firmy uważa, że w momencie stabilizacji cen akcji notowanych na WGPW wytworzony wcześniej obraz firmy płacącej dywidendę może stać się ważnym elementem przy podejmowaniu decyzji o zakupie akcji danej spółki przez inwestorów. Nie można wykluczyć tezy, iż w dalszej perspektywie wypłaty dywidend nie pozostaną bez wpływu na wartość stopy zwrotu z akcji.

W podsumowaniu należy zwrócić szczególną uwagę na ograniczony zakres możliwości kształtowania stopy zwrotu z akcji za pomocą wysokości

dywidendy. Na rynkach papierów wartościowych, które charakteryzują się znacznymi zmianami swych kursów, spółki nie mają możliwości aktywnego oddziaływania na trend i rozmiar tych zdarzeń za pośrednictwem dywidendy.

Grzegorz Jabłoński

INFLUENCE OF DIVIDEND AMOUNT ON RATE OF RETURN FROM SHARES

The dividend policy in the literature of the subject belongs to the main variables shaping the most important processes of a company's growth strategy. These processes are oriented at maximization of a company's value, and they are based on rates of return from shares fixed both for shareholders and for the entire capital of a company.

Theoretically, there exist different possibilities of realizing the same rate of return from shares at different prices of a given security and dividend rates, which was shown on the example contained in the article.

In the short practice of operation of joint stock companies listed on the Warsaw Stock Exchange, we do not find any foundations confirming this thesis. The empirical data contained in the article point at a marginal influence of the dividend amount on rates of return from shares in relation to joint stock companies existing at the present time.