

Závažnost dividendové politiky a její aplikace firmami v České republice

Michaela Roubíčková¹

Abstrakt

Cílem tohoto příspěvku je analyzovat trend vývoje v oblasti dividendové politiky v České republice. Jsou zde mimo jiné porovnána data z roku 1998, tedy z doby, kdy už Burza cenných papírů Praha (BCPP) prošla největší redukcí v novodobé historii, s daty aktuálními. Nejedná se tedy přímo o kontinuální zmapování vývoje, spíše o porovnání situace v začátcích obchodování na českém kapitálovém trhu a nyní. Na toto srovnání je nahlíženo z pohledu dividend vyplacených firmami kótovanými na BCPP v příslušném roce.

Klíčová slova

Dividendová politika, akcie, Burza cenných papírů Praha,

1 Dividendová politika a její teoretická základna

Dividendová politika je nedílnou součástí finanční politiky každé akciové společnosti a to i tehdy, jestliže společnost žádné dividendy nevyplácí, přestože vytváří zisk. V tomto případě společnost navyšuje svůj vlastní kapitál a takovouto dividendovou politiku lze označit jako reziduální. Podstatou reziduální politiky je skutečnost, že společností vygenerovaný zisk je prvotně reinvestován a teprve následně, v případě, že již dalších investic není třeba nebo jsou financovány z jiných „levnějších“ zdrojů, rozdělen akcionářům. Teorie podporující aplikaci tohoto druhu dividendové politiky jsou založeny na předpokladu, že management disponuje větším penzem informací než investor (zejména individuální) a dokáže tedy vložené prostředky lépe zhodnotit.

Akciová společnost tak po celou dobu své existence řeší vždy obě strany finančního rozhodování, tedy nejen otázky investiční (kolik prostředků a do jakých aktiv investovat), ale rovněž otázky finanční (pomocí jakých zdrojů svou činnost financovat). Tyto dvě strany rozhodování (o investiční politice a kapitálové struktuře) jsou navzájem propojeny. Součástí tvorby a řízení kapitálové struktury, tedy skladby finančních zdrojů, jsou pak rozhodnutí o dividendové politice.

Problematika finančního řízení akciových společností je velmi často diskutovaným tématem nejen u nás ale i v zahraničí. V České republice je však situace o to složitější, že existence a fungování akciových společností a rovněž celého finančního trhu má poměrně velmi krátkou historii.

Dividendová politika má také mimo jiné dopad na veřejnou politiku na makro úrovni, protože ovlivňuje zásobu kapitálu firem² a je zdrojem příjmů akcionářů. Není tedy divu, že některé státy v minulosti přistoupily k uplatňování limitů pro vyplácení dividend³ jako

¹ Ing. Michaela Roubíčková, Ph.D., Slezská univerzita Opava, Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné, Univerzitní nám. 1934, Karviná, 733 40, roubickova@opf.slu.cz

² Meeks, G., Whittington, G.: The financing of ousted companies in the UK. Background paper to Report No. 2, Royal Commission on the Distribution of Income and Wealth, HMSO 1976.

³ Například v roce 1973 byla politika limitů zavedena v USA. Vedla však pouze k masovému uplatňování zpětných odkupů akcií jako alternativy k dividendové politice.

součást své protiinflační politiky. Dividendová politika je předmětem zkoumání nejen ze stany finančních teoretiků, ale rovněž z pohledu manažerů a investorů. Což je možno potvrdit i prostorem věnovaným tomuto tématu v literatuře. Lze tedy říci, že dividendová politika je důležitá. Zatím však nebyl nalezen konsensus v otázce, jak tuto důležitost měřit a zda existuje optimální dividendová politika.

1.1 Teorie dividendové politiky

Z hlediska finanční teorie je dividendová politika zkoumána zpravidla na pozadí prvotního cíle akciové společnosti, kterým je podle současných principů maximalizace bohatství akcionářů. K té společnosti směřuje ne pouze vyplácením dividend, ale vždy tehdy, jestliže jakékoli projevy jejího fungování vedou ke zvyšování tržní hodnoty akcií. A právě zde se v oblasti doporučení pro dividendovou politiku finanční teoretikové mnohdy rozcházejí. V zásadě lze říci, že se vytvořily dva hlavní proudy ekonomů, jejichž názory jsou diametrálně odlišné:

- škola dividendové irelevance,
- škola dividendové relevance.

Ekonomové školy dividendové irelevance, jejichž nejvýznamnějšími představiteli jsou M. H. Miller a F. Modigliani⁴, argumentují, že tržní hodnota akcie je funkcí zisku vytvořeného společností bez ohledu na jeho další užití. Tedy jinými slovy nezávisle na tom, jestli bude zisk zadržen a reinvestován, či vyplacen (nebo jeho určitá část) akcionářům ve formě dividend. Tato teorie je založena na předpokladu existence dokonalého kapitálového trhu, jež je charakteristický podmínkami v reálné ekonomice prakticky nedosažitelnými. Ekonomové při její formulaci zcela abstrahovali od tržních nedokonalostí. Předpokládají rovněž například existenci absolutní jistoty při rozhodování ekonomických subjektů, racionální chování všech účastníků finančního trhu, jež disponují všichni stejným penzem informací, či neexistenci transakčních nákladů.

Společnost tedy na základě výše uvedených předpokladů nemá potřebu zkoumat preference akcionářů. Stávající akcionáři i potencionální investoři do akcií společnosti se budou při nabízení a poptávání akcií společnosti chovat vždy racionálně na základě plné informovanosti o budoucích záměrech společnosti i možných dalších alternativách investování a výsledkem bude reálné ocenění akcií (tržní cena) v přímé závislosti na skutečně dosahovaných hospodářských výsledcích firmy. Neexistuje tedy důvod pro hledání optimální dividendové politiky.

Škola dividendové relevance pak představuje opak ve vnímání důležitosti dividendové politiky. Například M. Gordon⁵ ve své empirické studii, na jejímž základě vyslovil své teoretické předpoklady, našel pozitivní korelaci kupříkladu mezi výší vyplacených dividend a čistým ziskem a nebo mezi tržní cenou akcií a čistým ziskem. Vyšší výplatní podíl tedy znamená vyšší tržní cenu akcií vzhledem k běžnému zisku společnosti. Spolu s J. Lintnerem⁶ Gordon argumentuje, že při redukci výplatního poměru dochází k růstu nákladů vlastního kapitálu, jež společnost využívá k financování svých potřeb. Tato závislost vyplývá ze skutečnosti, že investoři jsou ve své podstatě aversní vůči riziku a nejsou proto indiferentní mezi nyní vyplacenými dividendami a v budoucnu společností vygenerovanými zisky.

⁴ MODIGLIANI, F., MILLER, M.: *Dividend policy, growth and the valuation of shares*. Journal of Business 34. 1961.

⁵ GORDON, M.: *The investment, financing, and Valuation of the corporation*. Homewood, Ill.: Irwin 1961.

⁶ LINTNER, J.: *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*. American Economic Review 46. 1956.

Investoři tak preferují současné hotovostní toky před budoucími, které mohou být ovlivněny zcela odlišnými aktuálními podmínkami, které se pak odrazí ve výši alternativních nákladů.

Pro nutnost hledání optimální dividendové politiky rovněž hovoří argument, jež je obvykle nazýván argumentem „vrabce v hrsti“. Ten v podstatě vychází opět z averze investorů vůči riziku, neboť spočívá v tom, že dividendy obdržené nyní jsou jisté, kdežto reinvestování zisku s sebou vždy nese určité riziko. To je ještě zvyšováno případnou volatilitou akciových cen, které ne vždy vyjadřují skutečnou hospodářskou pozici společnosti.

Existuje zde samozřejmě řada dalších teoretických názorových proudů, většina z nich však neprezentuje tak hraniční stanoviska jako dvě výše uvedené školy. V oblasti dividendové politiky byla provedena a publikována rovněž řada empirických studií, jež byly buďto podnětem ke vzniku některé z teorií, či bylo jejich účelem naopak některou z již existujících teorií potvrdit. Byly prováděny statistické analýzy dat za rozličná časová období, výzkumy na základě přímého dotazování zástupců managementu jednotlivých společností či modelování finančního rozhodování firem. Přesto však doposud nebylo nalezeno univerzální řešení, jež by odpovídalo obecným předpokladům ekonomických teorií.

1.2 Závažnost dividendové politiky českých firem

Domnívám se, že kvantifikovat důležitost dividendové politiky a podpořit či zamítnout nutnost hledání jejího optima zřejmě nelze bez položení si několika otázek. Z nich považuji za nejdůležitější následující:

- Je či není možné a účelné definovat preference akcionářů a potencionálních investorů?
- Je či není dividendová politika firmy ovlivněna její velikostí, stadiem vývoje její hospodářské činnosti, či příslušností k určitému hospodářskému odvětví?

Ve většině ekonomických teorií jsou investoři považováni za homogenní skupinu. V reálném světě však existuje mezi jednotlivými subjekty celá řada diferencí vyplývajících například ze skutečnosti, zda se jedná o institucionálního či individuálního investora. Investoři rovněž podléhají rozdílným marginálním daňovým sazbám z příjmů, dále vlastní odlišné množství akcií společnosti, což má za následek nestejnou výši transakčních nákladů spojených s jejich vlastnictvím či s obchodováním s nimi. Akcionáři se rovněž liší svými záměry, část z nich je možno považovat za dlouhodobé, část pouze za spekulativní investory. Rovněž vnímání a citlivost vůči riziku není u subjektů shodná.

Co se týká charakteristik jednotlivých akciových společností, lze za nejdůležitější zřejmě považovat stadium vývoje společnosti a s ním spojenou potřebu zdrojů financování. Nutnost zvolení vhodné dividendové politiky bude zřejmě nejdůležitější tehdy, jestliže firma hodlá získávat finanční zdroje prostřednictvím kapitálového trhu, tedy zvyšovat svůj vlastní kapitál. V České republice lze v této souvislosti považovat za důležitý ještě další aspekt, jímž je ne příliš likvidní kapitálový trh.

2 Dividendová politika kótovaných společností

Cílem tohoto příspěvku je posoudit případný posun v aplikaci dividendové politiky kótovaných akciových společností na českém kapitálovém trhu na základě srovnání dat z roku 1998, tedy z doby, kdy už Burza cenných papírů Praha (BCPP) prošla největší redukcí (v oblasti počtu obchodovaných emisí) v novodobé historii, s daty aktuálními. Vývoj průměrné dividendy je pak sledován pouze u akcií společností, které jsou na BCPP kótovány nyní. Jejich počet je však několikanásobně nižší; oproti 270 akciovým společnostem v roce 1998 je nyní na všech třech burzovních trzích kótováno pouze 49 společností (k 10. 8. 2005)

Za skutečně likvidní lze však v současnosti (stejně tak jako v roce 1998) považovat pouze malé procento akcií. S akciemi některých společností se obchoduje pouze sporadicky a s

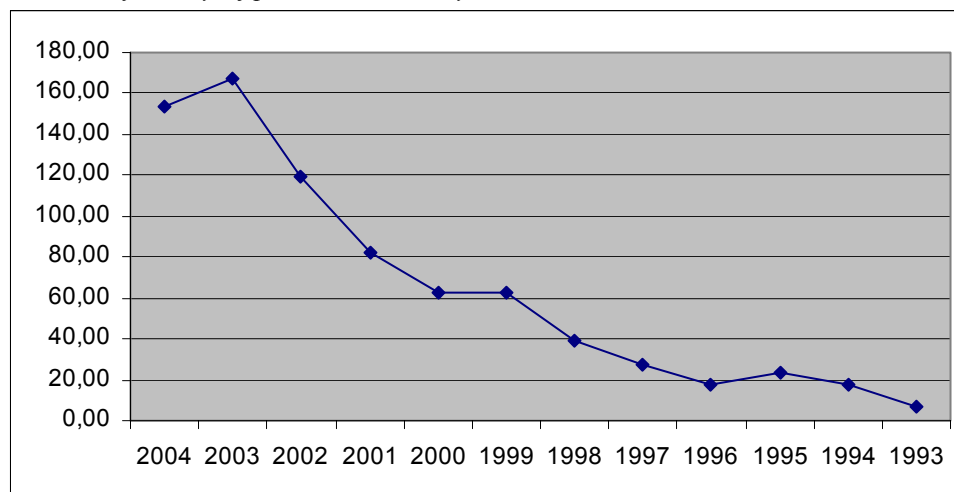
některými z původně veřejně obchodovatelných akcií dnes již na veřejných kapitálových trzích obchodovat nelze. V roce 1997 bylo 1301 nelikvidních emisí vyřazeno z volného trhu a poté hned na počátku roku 1998 bylo z důvodu nesplnění stanovené výše likvidity 35 společností převedeno z hlavního trhu na vedlejší. U mnoha společností rovněž došlo od jejich uvedení na trh v roce 1994 k výraznému poklesu tržních cen.

2.1 Závažnost dividendové politiky českých firem

Podle teorie „vrabce v hrsti“ lze říct, že čím rizikovější jsou podmínky, do kterých investor vstupuje, tím vyšší „záruky návratnosti investice“ by měl požadovat. To znamená, že na kapitálovém trhu rozvíjející se ekonomiky, kterou i po patnácti letech nastolování tržních mechanismů Česká ekonomika beze sporu je, by měl investor požadovat co nejvyšší současné hotovostní toky, tedy co nejvyšší dividendové platby.

Skutečný vývoj průměrných hrubých dividendových plateb na akcii u v současnosti kótovaných akcií ukazuje graf č.1. Z grafu je zřejmé, že až do roku 2003 (s jednou výjimkou v roce 1996) měly dividendové platby stále rostoucí tendenci, přičemž nejvyšší nárůst byl zaznamenán v roce 2002. Tato skutečnost byla způsobena mimo jiné ukončením privatizace v některých společnostech. Po privatizaci totiž samozřejmě došlo k zásadním změnám v corporate governance a tím i ke změnám finanční politiky společností.

Graf č.1: Vývoj průměrné dividendy na akcii v letech 1993-2004⁷



Pramen: výroční zprávy, vlastní výpočty

Příkladem výše uvedené skutečnosti může být privatizační proces v plynárenství. V květnu 2002 se strategickým vlastníkem dosud majoritně státem vlastněného plynárenského sektoru stala společnost RWE Gas AG⁸ (dále jen RWE), která za podíl v osmi regionálních distribučních společnostech a společnosti Transgas (monopolní dovozce plynu) zaplatila Fondu národního majetku 4,1 mld. euro. Plynárenské společnosti získaly soukromého zahraničního vlastníka, který disponuje nadpoloviční většinou z celkového počtu akcií v šesti z osmi distribučních firem.

Právě v roce 2002 po vstupu zahraničního investora se dividendy vyplacené na akcii (DPS) radikálně zvýšila ve všech šesti společnostech, v nichž RWE vlastní více než 50 % akcií. Celkem zde za rok 2001 oproti roku 2000 vzrostla DPS o 370 %. Zvýšení za rok 2002 oproti předcházejícímu roku již bylo méně radikální, činilo 50 %. Vývoj DPS u těch dvou

⁷ Průměrná dividendy je vypočítávána vždy za všechny analyzované společnosti. Do dělitele jsou tedy zahrnuty i ty firmy, které v daném roce dividendy nevyplácely.

⁸ Nyní RWE Gas International B.V.

společností, kde RWE nevlastní nadpoloviční většinu byl přitom zcela opačný. Za rok 2001 celková výše DPS stagnovala, kdežto za rok 2002 byla dividenda na akcii v souhrnu o 370 % vyšší.

Pokud odhlédneme od ostatních faktorů, lze na základě výše uvedené analýzy konstatovat, že ve specifických českých podmínkách má příchod a existence zahraničního vlastníka výrazný vliv na dividendovou politiku akciových společností. Důvodem může být snaha vlastníka o maximalizaci návratnosti vložených prostředků v pokud možno co nejkratším časovém horizontu. Tuto skutečnost podporuje fakt, že některé společnosti v roce 2002 vyplácely DPS vyšší než byl realizovaný zisk na akcii za rok 2001⁹.

2.2 Porovnání aktuálního stavu s rokem 1998

Z tabulky č. 1 je zřejmé, že u společností, jež lze považovat ze nejméně likvidní (s nimž je obchodováno na volném trhu BCPP, a.s.), byla četnost výplaty dividend nejnižší. Ze 177 obchodovatelných společností vyplatilo dividendy za rok 1997 pouze 6, což činí 3,39%. Přitom dividendová politika v České republice (a rovněž i v zahraničí) nabývá a bude nabývat na významu zejména u firem, jejichž akcie nepřínaležejí do skupiny vysoce likvidních. Pokud totiž akciová společnost zastává stabilní dividendovou politiku (vyplácí každoročně shodné nebo narůstající dividendy na akcii) a nabízí tak akcionářům očekávaný pravidelný budoucí výnos, může být pro potencionální dlouhodobé investory atraktivní i přes nižší likviditu. Na druhé straně nízká likvidita navíc nepodpořená příslibem stabilního výnosu může znamenat pro potencionální investory příliš vysoké riziko.

Za povšimnutí rovněž stojí, že průměrná dividenda byla na tomto trhu za rok 1997 zdaleka nejvyšší; 186,13 Kč. V této oblasti se situace za rok 2004 liší; v roce 2005 byla v průměru nejvyšší dividenda vyplacena společnostmi na vedlejším trhu. A společnosti z vedlejšího trhu také představují nejvyšší procentní podíl z hlediska vyplacených dividend. Dividendy jich totiž vyplatilo přes polovinu obchodovaných.

Tab.č.1: Dividendy vyplacené společnostmi kótovanými na BCPP, a.s. k 19.10.1998.

BCPP, a.s.	počet společností k 19.10.1998	počet společností, jež vyplatily dividendy za rok 1997	počet společností, jež vyplatily dividendy za rok 1997 (v %)	průměrná dividenda ¹⁰ (v Kč)
Hlavní trh	7	1	14,29	1,33
Vedlejší trh	86	28	32,56	62,00
Volný trh	177	6	3,39	186,13

Pramen: www.pse.cz, vlastní výpočty

⁹ Jednalo se například o Jihomoravskou plynárenskou, a.s. či Západočeskou plynárenskou, a.s.

¹⁰ Tato položky je vypočítávána jako průměr za společnosti, které v daném roce dividendu vyplácely. Dělitelem tedy není celkový počet kótovaných společností. Tato skutečnost platí i pro tabulku č. 2.

Tab.č.2: Dividendy vyplacené společnostmi kótovanými na BCPP, a.s. k 10.8.2005.

BCPP, a.s.	počet společností k 10.8.2005	počet společností, jež vyplatily dividendy za rok 2004	počet společností, jež vyplatily dividendy za rok 2004 (v %)	průměrná dividendy (v Kč)
Hlavní trh	8	4	50,00	29,4
Vedlejší trh	27	16	59,26	339,19
Volný trh	14	6	42,86	394,6

Pramen: www.pse.cz, vlastní výpočty

3 Závěr

Závěrem lze konstatovat, že kótované akciové společnosti v České republice přistupují k výplatě dividend více než v předchozích letech. V porovnání s rokem 1998 se počet společností, které dividendy vyplatily, podstatně zvýšil na všech třech trzích Burzy cenných papírů Praha, a.s. Také průměrná dividendy několikanásobně vzrostla.

Nalézt obecné důvody k výše konstatované skutečnosti ale není jednoduché. Žádná společnost se totiž doposud nepokusila prostřednictvím emise nových akcií získat dodatečný vlastní kapitál, ani neprojevila záměr učinit tak v budoucnu. Tento způsob získávání finančních zdrojů ani není pro Českou republiku typický. Česká ekonomika se řadí ke Kontinentálně-evropskému modelu řízení akciových společností, který je historicky považován za bankovně orientovaný. To obecně vzato znamená, že nejvýznamnějším finančním zdrojem jsou pro firmy prostředky získané ve formě úvěrů od bank.

Za jeden ze závažných důvodů zvýšení dividendových plateb lze proto považovat dokončený privatizační proces. Začátkem tohoto roku byla autorkou provedena analýza 59 akciových společností, s jejichž akciemi bylo k 21. 12. 2004 obchodováno na Burze cenných papírů Praha. Na jejím základě bylo zjištěno, že 47 z 59 sledovaných společností má majoritního vlastníka. A z toho téměř polovina (přesně 46,81 %) je majoritně vlastněna zahraničním subjektem. Snaha vlastníka o maximalizaci návratnosti vložených prostředků v pokud možno co nejkratším časovém horizontu může být tedy jedním ze základních motivů v rozhodování o finanční politice těchto akciových společností.

Literatura

- [1] BAKER, H., KENT, G.F., EDELMAN, R.B.: *A survey of management views on dividend policy*. Financial management, 1985, pp. 78-84.
- [2] BURCLEY, A., ROSS, A.S., WESTERFIELD, R.W., JAFFE, J.F.: *Corporate finance Europe*. McGraw-Hill Companies, Inc., London, 1998.
- [3] CORREIA DA SILVA, L., GOERGEN, M., RENNEBOOG, L.: *Dividend Policy and Corporate Governanc*. Oxford University Press, Oxford, 2004.
- [4] DEVEREUX, M.: *Taxation and cost of capital: The UK experience*. Oxford Review of Economic Policy 3, Oxford, 1987, pp. xvii-xxii.
- [5] LEASE, R.C., JOHN, K., KALAY, A., LOEWENSTEIN, U., SARIG, O.H.: *Dividend policy – its impact on firm value*. Harvard Business School Press, Harvard, 1999.
- [6] MEEKS, G., WHITTINGTON, G.: *The financing of ousted companies in the UK*. Background paper to Report No. 2, HMSO 1976.

Summary

Importance of dividend policy and its application in the Czech Republic

Dividend policy may be defined as profit distribution policy, provided that dividends constitute that part of the profit that is distributed to the shareholders, i.e., to company owners. In most economic theories, shareholders and investors are considered to be a homogenous group. In the real world, however, there is a great number of differences among the various entities, which differences arise for example from the fact whether an institutional or individual investor is involved. For the analysis of dividend policy in the Czech Republic, the data characterizing 49 share corporations were applied to the shares in which were traded within the Prague Stock Exchange as of August 10, 2005. Leaving aside other factors, we may state that in specific Czech conditions, the existence of a majority shareholder materially probably affects the dividend policy of share corporations.