

Analýza současného stavu dividendové politiky ve vybraných a.s. v ČR

Jozef Královič, Jan Lojda, Jan Lojda¹

Abstrakt

Cílem tohoto příspěvku je představit dividendovou politiku jako významnou oblast finančního řízení akciové společnosti. Příspěvek si neklade ambice obsáhnout celou problematiku, ať již z pohledu teorie nebo praxe. Na základě analýzy dividendové politiky vybraných a.s. v ČR je uvedeno několik poznámek, o který se autoři domnívají, že by mohly být užitečné pro rozhodování finančních manažerů a akcionářů a pro další studium této problematiky.

Klíčová slova

Dividenda, dividenda na akcii, dividendová politika, dividendová teorie, faktory ovlivňující dividendovou politiku, analýza výplat dividend

1 Role dividendové politiky

Jedním z nejdůležitějších finančních výsledků podniku vyjadřující úspěšnost a efektivnost podnikatelské činnosti je zisk. Jeho rozdělení závisí především na pravidlech pro rozdělování zisku ve firmě. Obvykle se zisk rozděluje do fondů, na výplatu dividend a na další samofinancování podniku.

Z teoretického hlediska je čistý zisk společnosti po zdanění výnosem a měl by být rozdělen celý akcionářům ve formě dividend. Akcionáři by měli sami rozhodnout o jeho optimální alokaci, tedy rozhodnout, zda chtějí investovat svůj podíl na zisku do vlastní společnosti nebo ho investovat do jiné lukrativnější oblasti podnikání. Dividendová politika posouvá tento ryze teoretický přístup do teoreticko-praktické roviny tedy určuje, kolik z vytvořeného zisku je z podnikatelského hlediska výhodné ponechat ve společnosti na její další rozvoj a kolik by se mělo vyplatit na dividendách. Dále stanovuje dividendová politika výši dividendy na jednotlivé druhy akcií.

Rozhodování o výši dividend a jejich změnách je součástí vypracovaného projektu dividendové politiky. Dividendová politika vytváří prostor pro tento druh rozhodnutí a dividendová rozhodnutí jsou současně její podstatou. Projekt dividendové politiky by měl tvořit významnou část strategického plánu společnosti.

2 Dividendové teorie a typy dividendové politiky

Při tvorbě projektu dividendové politiky musí finanční manažer zvládnout teorii dividend, znát typy dividendové politiky a brát v úvahu, respektive respektovat mnohé další faktory. Dividendová politika je předmětem intenzivního výzkumu a zájmu finanční teorie již od poloviny dvacátého století.

¹ Prof. Ing. Jozef Královič, CSc., EUBA, Fakulta podnikového managementu, katedra podnikových financí, Dolnozemská cesta 1, 852 35 Bratislava kralovic@dec.euba.sk

Doc. Ing. Jan Lojda, CSc. MBA, Vysoká škola ekonomie a managementu, o.p.s., katedra Managementu a marketingu, Nárožní 2600/9a, Praha 5, jan.lojda@vsem.cz

Ing. Jan Lojda, VŠE, Fakulta národohospodářská, katedra Hospodářské a sociální politiky, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, lojda.jan@gmail.com

Podle přístupu k řešení (tedy nalezení odpovědi) základní otázky, jak ovlivňuje dividendová politika tržní hodnotu společnosti se postupně vykrystalizovalo několik dnes již tradičních směrů (nebo také škol). Jejich rozdělení a jejich názvy jsou literatuře uváděny rozdílně.

Brealy a Myers je člení na tři skupiny. Politicky napravo je skupina, která věří, že zvýšení dividend vede ke snížení hodnoty firmy. Jedná se tedy o anti-dividendovou teorii. Uprostřed je skupina centristů, kteří tvrdí, že hodnota firmy na dividendové politice vůbec nezáleží (teorie dividendové neutrality).

Vedle těchto tradičních teorií vzniká každý rok několik desítek nových studií souvisejících s teoretickými a praktickými aspekty dividendové politiky. Nadále však přetrvává nejednotnost přístupu při hledání odpovědi na výše položenou otázku. Na malém prostoru tohoto příspěvku není ani možné uvádět vyčerpávající přehled názorů na dividendovou politiku, a proto jsou uvedeny pouze dva nejnovější teoretické přístupy a to: teorii založenou na minimalizaci nákladů spojených s výplatou dividend a signální model dividendové politiky.

Podle teorie založené na minimalizaci nákladů spojených s výplatou dividend by mělo být dividendové rozhodnutí výsledkem procesu, který sleduje dvě proti sobě jdoucí úvahy:

- Snahu minimalizovat transakční náklady spojené s externím financováním, což vede při nedostatku vnitřních zdrojů výplatě nízkých dividend.
- Potřebu minimalizovat náklady, které vznikají držetím krátkodobých aktiv (například hotovost v pokladně, prostředky na běžných účtech), které přinášejí nízké výnosy a tento argument tedy hovoří pro výplatu vysokých dividend.

Na základě těchto úvah je optimální dividendovou politikou taková politika, která bude minimalizovat součet obou uvedených nákladů.

Podstatu signálního modelu dividendové politiky lze charakterizovat takto: I finančně slabé společnosti s nízkou čistou současnou hodnotou mohou ohlásit výplatu vysokých dividend a napodobit tak velmi úspěšné společnosti. Investoři pak ale nebudou věřit žádným veřejným vyhlášením a všechny společnosti pak budou v očích investorů zařazeny do průměru. Silné společnosti, aby překonali toto pro ně nepříznivé hodnocení, budou motivované k tomu, aby vyslali nějaký signál (a k tomu dobře poslouží třeba dividendy), který pro ně sice může být nákladný, ale nikdy ne natolik, aby si ho nemohli dovolit. Bude však natolik nákladný, aby vyšachoval ze hry slabší společnosti.

Vyplácení dividend je pro společnost nákladné jednak proto, že musí vytvořit dostatek hotovosti, aby mohla trvale podporovat výplaty vysokých dividend a také proto že vyplácením hotovosti zabraňuje tomu, aby tato hotovost mohly být využity na financování investičních příležitostí s pozitivní čistou současnou hodnotou. Méně rentabilní společnosti buď vůbec nejsou schopny dostatek hotovosti vytvořit, nebo jsou pro ně náklady na předcházející investice neúměrně vysoké, popřípadě obojí. Výsledkem je takzvaná „separující“ rovnováha, ve které silnější společnost použije signál a je odměněná vyšší cenou akcie, zatímco slabší společnost nepoužije signál a je podle toho hodnocena.

Použití tohoto signálu se může zdát plýtváním hotovosti (protože je to velmi nákladné), ale společnosti s dobrými finančními vyhlídkami očekávají, že v budoucnu se jim podaří tyto náklady nahradit (například prostřednictvím emise za vyšší ceny), zatímco slabší společnosti takto spekulovat nemohou.

I když se signální model podle jednotlivých autorů v některých detailech liší, základní myšlenka je u každého stejná. Dividendy slouží jako nákladné signály hodnoty společnosti na trhu, který je charakterizován asymetrickými informacemi mezi manažera a akcionáři. Dividendy jako signály budou zcela určitě využívány i v budoucnosti, protože i v tak

představují nákladově nejméně drahý způsob jak poskytnout důvěryhodné informace o rozdílech mezi společnostmi pro neinformované investory.

Jednotlivé teoretické školy vyúsťují do jednoho konkrétního typu dividendové politiky. Nejčastěji se uplatňuje takzvaná „stabilní dividendová politika“, která vychází z teorie dividendové neutrality a spočívá v udržování stále výše dividendy na jednu akcii. Ke zvýšení dividendy se management společnosti rozhodne obvykle tehdy, když má jistotu, že se zvýšená dividendy udrží i v budoucnosti. Naopak platí, že snížení dividendy nejvíce ovlivňuje obava vyplývající z „informačního obsahu dividend“ tedy z toho, že snížené dividendy budou investoři přijímat jako zprávu o špatném vývoji hospodaření společnosti. Tento typ dividendové politiky je možné doporučit českým firmám. Bohužel se ale může stát s ohledem na současný stav kapitálového trhu v České republice, že se informační obsah dividend nemusí projevit.

„Pasivní reziduální politika“ vychází z anti-dividendové školy. Její podstat spočívá v tom, že společnosti využívá vytvořený zisk přednostně na financování svých investičních projektů. Pasivní reziduální politika se používá jenom tehdy, když neexistuje možnost investovat s vyšší rentabilitou než jsou náklady ztracených příležitostí průměrného akcionáře. Na výplatu dividend se použijí zůstatkové zdroje. Tento typ dividendové politiky může být velmi užitečný pro řadu společností, u kterých je přežití a budoucí prosperita podmíněná investicemi do nových technologií, strojů a zařízení.

Pro-dividendová škola se realizuje prostřednictvím dividendové politiky založené na fixní výši dividendového podílu. Společnost se rozhoduje pro zvýšení nebo snížení dividendy na jednu akcii v závislosti na vývoji čistého zisku. Tento typ se používá nejméně.

Při tvorbě dividendové politiky musí její tvůrci vedle zvládnutí teoretických přístupů respektovat také další interní a externí faktory, které ovlivňují dividendová rozhodnutí. Mezi tyto faktory patří především: tvorba finančních zdrojů, ze kterých je dividendy možné vyplácet a výška hotovosti k termínu výplaty dividend, zásady pro rozdělování zisku, daňové zákony, míra inflace a její budoucí vývoj, názory a přístupy manažerů a akcionářů společnosti ke tvorbě dividendové politiky, investiční a spotřebitelské preference akcionářů apod.

Jak tedy ve skutečnosti rozhodují české akciové společnosti o výši dividend a jejich změnách? Jaké teoretické přístupy a typy dividendové politiky uplatňují? Které faktory nejvíce ovlivňují projektování dividendové politiky? To jsou aktuální otázky, na které je možné hledat odpověď pouze v praxi.

3 Analýza výplat dividend vybraných akciových společností

Dividendová politika se začala v České republice konstituovat až po transformaci státních podniků na akciové společnosti a po jejich následné privatizaci. Tento proces probíhal v letech 1991 – 1992. Poprvé došlo k vyplácení dividend v roce 1994 za rok 1993. Po počátečním rozmachu ve vyplácení dividend začal počet společností vyplácejících dividendy klesat. To bylo ovlivněno především externími činiteli – restrukturalizací ekonomiky, změnou vlastnických vztahů, zánikem řady společností, vstupem zahraničních investorů na český trh, růst inflace v devadesátých letech a dalšími méně významnými faktory.

Položíme-li si otázku jak se vyplácely dividendy po roce 2000, můžeme z dostupných zdrojů identifikovat 183 společností, které v letech 2001 – 2007 alespoň jedenkrát vyplatili dividendy. Z tohoto počtu pouze 21 společností vyplatilo dividendu každý rok jak je patrné z tabulky č. 1.

Podnik	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cidem Hranice	20	23,5	29,4	131,9	65,9	125	126
Cukrovar Vrbátky	60	80	80	80	40	50	60
Česká spořitelna	2	3	20	30	30	30	30
ČEZ	2	2,5	4,5	8	9	15	20
Dalkia ČR	185	193	209	220	585	530	17,8
ING český fond pen. trhu	23	7,5	15	10,9	11,4	6,7	11,4
Jihomor. plynárenská	82	225	353	353	416	548	649
Kaolin Hlubiny	111	93	105	114	107	106	103
Lafarge Cement	380	430	114	187	63	217	221
Metrostav	10	10	10	15	25	30	80
Ostravské vodárny a kan.	105	127	154	172	759	342	385
Philips Morfia ČR	940	1240	1448	1575	1606	1112	600
Pošt. tiskárna cenin	60	65	50	50	50	30	40
Pražská Energetika	95	110	168	178	188	218	356
Pražská plynárenská	35	35	135	204	192,5	122	193
Severomor. Plynárenská	30,1	96,2	104,8	122	157	276	330
Teplárna Písek	10	10	15	25	22	30	35
Uniles Rumburk	130	150	80	130	120	30	60
Vod. a kan. Jižní Čechy	130	120	120	120	120	115	135
Východočeská plynárenská	58	316	253	364	347,5	252	300
Zníván Znojmo	10	20	15	15	15	15	15

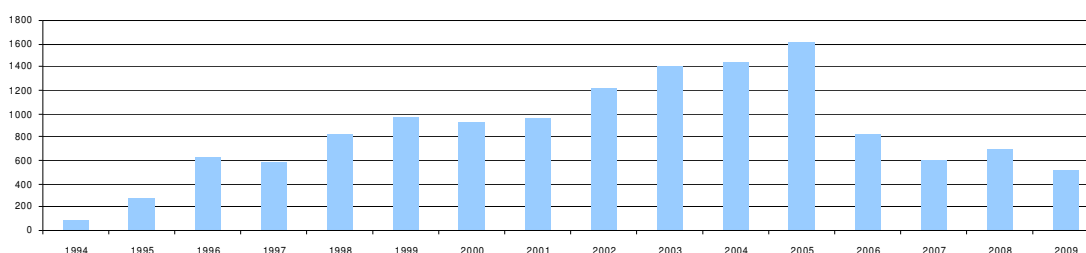
Tabulka č. 1: Výplata dividend v letech 2001 – 2007 (Kč na akcii)

Z tabulky vyplývá, že pouze 6 společností uplatňuje (podle autorů příspěvku) správný typ dividendové politiky, kterou je stabilní dividendová politika. Firmy které tak činí jsou: Česká spořitelna, ČEZ, Jihomoravská plynárenská, Metrostav, Pražská energetika, Severomoravská plynárenská. Ostatní společnosti za sledované období vyplácely dividendy takto:

- 15 společností vyplatilo dividendu 6x
- 27 společností vyplatilo dividendu 5x
- 15 společností vyplatilo dividendu 4x
- 36 společností vyplatilo dividendu 3x
- 25 společností vyplatilo dividendu 2x
- 44 ze sledovaných 183 společností vyplatilo dividendu 1x

Z dlouhodobého pohledu (1994 – 2009) je možné kladně hodnotit společnost Philips Morfia ČR, která vyplácela dividendy každoročně a v letech 1994 – 2006 uplatňovala celkem stabilní dividendovou politiku.

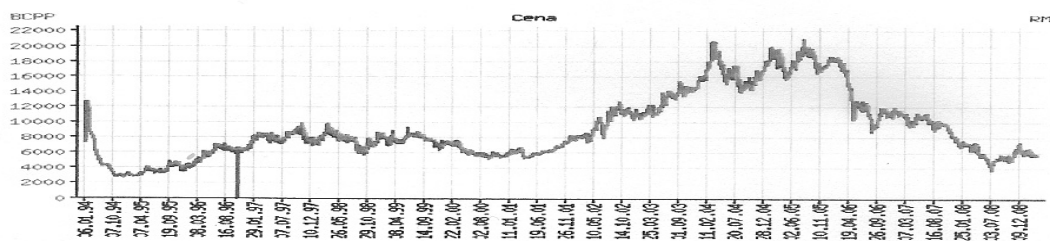
Graf č. 1: Vývoj výplaty dividend společnosti Philips Morfia ČR (dividenda na akcii v Kč)



Společnost Philips Morfia ČR využívala možnosti výplaty dividend v takovém rozsahu, že podíl vytvořeného zisku se rovnal vyplácené dividendě a v některých letech dokonce v takovém rozsahu, že podíl vytvořeného zisku se rovnal vyplácené dividendě a v některých letech dokonce přesáhla vyplácená dividendu tento zisk tím, že došlo k vyplácení nerozděleného zisku z minulých let. Z tohoto trendu je patrné, že zahraniční vlastníci preferují příliv hotovosti ze své dceřiné společnosti před reinvesticí zisku v České republice.

Pokud bychom porovnávali dividendovou politiku s vlivem na hodnotu akcií zjistíme, že kapitálový trh zde reaguje velice citlivě na změny, které ve společnosti probíhají. Vývoj výše dividendy a ceny akcií na kapitálovém trhu jsou svým profilem téměř identické, jak je patrné z porovnání graf č. 1 a grafu č. 2.

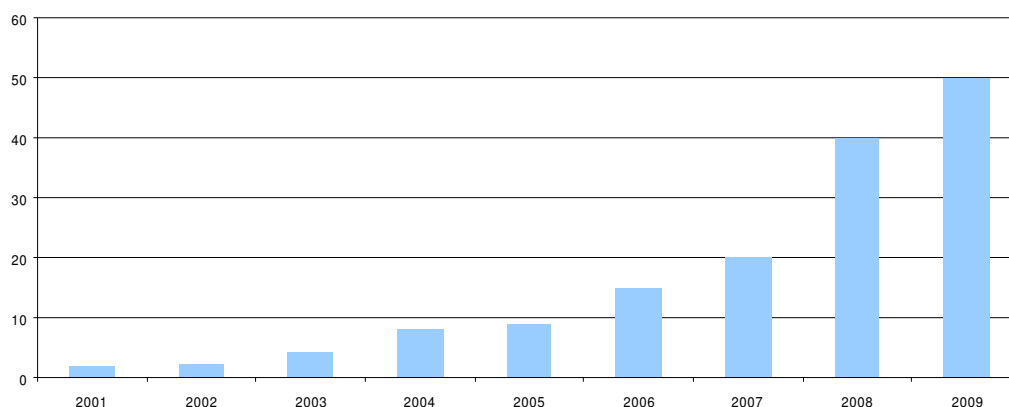
Graf č. 2: Vývoj ceny akcií Philip Morris ČR na BCPP a RMS



Společnost Philips Morfia ČR nebude pravděpodobně ohrožena průběhem krize nějakým zásadním způsobem. (výplaty dividend by neměly dále klesat), i když lze předpokládat, že spotřebitelé zasažení touto krizí začnou šetřit na výdajích, které se týkají tabákových výrobků. Pravděpodobně dojde ke snížení zájmu o kvalitnější a dražší cigarety a dojde ke zvýšení poptávky po levnějších a méně kvalitních tabákových výrobcích.

Další společnost, která od roku 2001 uplatňuje stabilní dividendovou politiku je ČEZ, a.s. Důvodem absence dividend v předešlých letech byly značné investice, které byly nutné pro vytvoření výkonné energetické soustavy v České republice a vysoké úrokové sazby za poskytnuté finanční úvěry a vysoké úročení vlastních obligací. Například první emise obligací ČEZ, a.s. vydané v červnu 1993 ve výši 2,1 miliardy Kč byla úročena 16,5 procenty. Stabilní dividendová politika ČEZ, a.s. vyplývá z grafu č. 3:

Graf č.3: Vývoj výplaty dividend společnosti ČEZ, a.s. (dividendy na akcii v Kč)



Příznivý vývoj růstu zisku a následné dividendy kontrastují se současným vývojem cen akcií na kapitálovém trhu. Paradoxem je skutečnost, že i přes nárůst zisku vytvořeného společností ČEZ, a.s. dochází ke značnému poklesu hodnoty akcií. Tento trend demonstruje graf č. 4:

Graf č.4: Vývoj ceny akcií ČEZ, a.s. ke dni 14.4.2009



Plynulý nárůst tržní ceny akcií od roku 2004 do poloviny roku 2008 koresponduje s růstem zisku a výplatou dividendy. Poptávka po akciích na kapitálovém trhu zvyšovala úměrně jejich cenu. I přes příznivé tyto zprávy však dochází v druhé polovině roku 2008 k prudkému poklesu hodnoty akcií. Finanční analyticky definují ČEZ, a.s. jako vysoce ziskovou firmu se stabilními toky peněz a se zvyšující se dividendou. Negativem, které může ovlivňovat hodnotu akcií jsou politické tlaky na omezení růstu cen elektrické energie, které jsou zvláště v období finanční krize viditelné.

Přes současnou finanční krizi, která dočasně zdeformovala trh s elektrickou energií lze předpokládat i v budoucnosti rostoucí poptávky po elektřině a tím i růst její ceny. Závislost na elektřině a nemožnost alternativního řešení pro odběratele, dává ČEZu prostor pro další růst a velkou naději na vysokou dividendu.

Hodnocené období je krátké na to, aby bylo možné udělat kvalifikovaný závěr o dividendové politice českých akciových společností. Není však možné se ubránit dojmu, že převážná část společností nevyužívá při přijímání dividendových rozhodnutí v žádoucí míře poznatky z teorie a praxe dividendové politiky ve vyspělých zemích.

Výplata dividend a uplatňování správné dividendové politiky je jednou ze základních podmínek rozvoje kapitálového trhu. Mezi příčiny, které brání širšímu uplatňování dividendové politiky možné uvést:

- zhoršující se ekonomická situace společnosti a
- ztížený přístup k externím zdrojům financování .
- společnosti se spoléhají na bezbrannost drobných akcionářů
- manažeři neprosazují výplatu dividend
- špatně fungující kapitálový trh nepostihuje společnosti, které dividendy nevyplácejí (viz vliv dividendy na tržní cenu akcií) apod.

Na druhé straně nevyplácení dividend ztěžuje akcionářům a investorům rozhodování o jejich aktivitách na kapitálovém trhu. Podobně nedovoluje uvedený stav využívání „signálního efektu dividend“ a konečným důsledkem snižuje šanci společností získat na kapitálovém trhu dlouhodobé zdroje.

Literatura

- [1] BREALEY, R..A. – MYERS, S.C.: *Teorie praxe firemních financí*, Computer Press Praha 2000
- [2] KRÁLOVIČ, J. – VLACHYŇSKÝ, K.: *Finanční management*, IURA EDITION Bratislava 2006
- [3] Výroční zprávy Philips Morfia ČR a ČEZ, a.s., a internetové zdroje

Summary

Current state of the dividend yield policy analysis in the selected Czech public traded companies

The purpose of this paper is to provide inside into financial management planing of public traded companies. Our ambition is not to comprehend all questions related to theme, both practicaly and theoretaly. We focused our attention to dividend yield policy analysis of the selected Czech public traded companies with respect to financial management and shaleholders decision processes. We belive that, that conclusions presented here could also be beneficial for further research.