

Polityka dywidend w kontekście relacji inwestorskich spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie – wyniki badań

Bartłomiej Jabłoński, Jacek Kuczowicz*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest ukazanie podejścia do polityki dywidend spółek notowanych na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych w kontekście relacji inwestorskich. W artykule podjęto próbę identyfikacji i oceny koncepcji przekazywania inwestorom informacji o stosowanej polityce dywidend.

Metodologia badania – Badania objęły 118 spółek dywidendowych wybranych spośród spółek notowanych na GPW w latach 2006–2012. Autorzy analizowali składniki polityki dywidend spółek oraz kanały informowania o niej inwestorów. Wyniki analizy odniesiono do teoretycznych zasad kształtowania relacji inwestorskich formułowanych w literaturze.

Wynik – Jeśli poziom kształtowania relacji inwestorskich przez polskie spółki publiczne można uznać za przeciętny, to komunikacja w zakresie polityki dywidend musi być uznana za niezadawalającą. Brak konsekwencji, systematyczności komunikowania i ogólnikowość sformułowań to główne niedoskonałości tego obszaru relacji inwestorskich. Znaczna część spółek dywidendowych w ogóle nie informuje inwestorów o założeniach swojej polityki dywidendowej, a sposób formułowania polityki dywidend przez spółki ogłaszające ją w publikowanych materiałach w niewielkim stopniu przyczynia się do pogłębienia wiedzy inwestorów w tym zakresie.

Oryginalność/wartość – Opisywane w polskiej literaturze badania nad realizacją relacji inwestorskich przez polskie spółki w niewielkim stopniu uwzględniały problem polityki dywidend. W tym kontekście podjęte przez autorów artykułu badania są przyczynkiem do opisu słabo poznanego obszaru komunikacji między spółkami a inwestorami. Jednocześnie jest to obszar ważny dla inwestorów budujących portfele w oparciu o spółki dywidendowe.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, relacje inwestorskie, spółki dywidendowe

Wprowadzenie

Rosnąca wiedza oraz świadomość inwestorów wymusza na spółkach notowanych na rynku kapitałowym upublicznianie rzetelnych informacji. Konsekwencją tego zjawiska jest rosnąca waga relacji inwestorskich, w tym dostarczania aktualnych informacji dotyczących finansowo-ekonomicznych aspektów funkcjonowania podmiotów.

* dr inż. Bartłomiej Jabłoński, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1Maja 50, 40-287 Katowice, e-mail: bartlomiej.jablonski@ue.katowice.pl; dr Jacek Kuczowicz, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul.1 Maja 50, 40-287 Katowice, e-mail: jacek.kuczowicz@ue.katowice.pl.

Relacje inwestorskie stały się istotnym obszarem funkcjonowania spółek na rynku kapitałowym. Wynikają one z obowiązku rzetelnego i pełnego przedstawienia sytuacji finansowej spółki publicznej, który jest mocno osadzony w regulacjach prawnych. Idee propagowania relacji inwestorskich wspiera między innymi Polski Instytut Relacji Inwestorskich, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych czy też Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie¹. Ideą relacji inwestorskich jest pełna informacja finansowo-ekonomiczna na temat działalności spółki, a więc nieograniczona do wymagań prawnych oraz współpraca ze społecznością finansową, zwłaszcza z inwestorami, umożliwiającą rozwój spółki (Dziawgo 2011: 25).

Artykuł swoją tematyką odnosi się do polityki dywidend, realizowanej przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście relacji inwestorskich, czyli relacjach spółki z inwestorami. Celem artykułu jest ukazanie problematyki polityki dywidend z punktu widzenia relacji inwestorskich. Autorzy podjęli próbę identyfikacji i oceny koncepcji przekazywania inwestorom informacji o stosowanej polityce dywidend.

W artykule przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych na spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W szczególności badania odpowiadają na pytanie, czy spółki posiadają opracowaną politykę dywidend, czy i w jaki sposób informują o fakcie jej posiadania oraz w jakim stopniu ją realizują². Na potrzeby realizacji celu artykułu przeanalizowano dane za lata 2006–2012: serwisy internetowe 118 emitentów, ich sprawozdania finansowe, prospekty emisyjne oraz informacje prasowe.

1. Idea, cel oraz stan relacji inwestorskich w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Relacje inwestorskie (*investor relations* – IR), zgodnie z nazwą koncentrują się na relacjach firmy z inwestorami, wśród których szczególną rolę odgrywają akcjonariusze, czyli współwłaściciele (Dziawgo 2011: 15). Do głównych celów relacji inwestorskich zaliczyć można wypełnienie obowiązków informacyjnych wymaganych przepisami prawa, informowanie o działalności spółki, uzyskanie odpowiedniej wyceny rynkowej, redukcję kosztu pozyskiwanego kapitału i wreszcie otwarte informowanie o wynikach finansowych oraz planach rozwoju spółki, a przez to umożliwienie inwestorom przeprowadzenia rzetelnej oceny emitenta oraz wzrost zaufania do zarządu spółki.

¹ Ustawa z dnia 8 marca 2013 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych DzU. nr 0, poz. 433; Uchwała nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r. o Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW); www.corp-gov.gpw.pl – oficjalny portal poświęcony zagadnieniom ładu korporacyjnego stworzony przez GPW, Polski Instytut Relacji Inwestorskich oraz Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych.

² Ten ostatni wątek będący przedmiotem badań, nie został przedstawiony w niniejszym artykule.

W literaturze przedmiotu wielość definicji relacji inwestorskich potwierdza złożony charakter tego zagadnienia. Można zauważyć ujęcie relacji inwestorskich jako zorientowanie na dialog pomiędzy spółką a środowiskiem inwestorskim oraz opiniotwórczym, polegający na dostarczeniu obiektywnych informacji dotyczących działalności firmy (Czerwińska 2004: 233–245) lub jako nieustanną, pozytywną komunikację prowadzoną w sposób bezpośredni lub pośredni pomiędzy firmą będącą własnością publiczną a tymi, do których podmiot należy (Gregory 1997: 74). W innym ujęciu relacje inwestorskie to podejmowanie działań mających na celu zagwarantowanie, że akcje spółki osiągną właściwą cenę rynkową – czyli zniwelowana zostanie luka pomiędzy rzeczywistością a tym, jak firma jest postrzegana (Seitel 2003: 504). Definicja relacji inwestorskich z punktu widzenia inwestora charakteryzuje je jako wzajemnie korzystny proces dwustronnej komunikacji spółki z inwestorami i ich środowiskiem opiniotwórczym. Główne cele tej działalności to: informowanie inwestorów o działalności spółki, budowanie zaufania, obniżenie kosztu kapitału oraz osiągnięcie pełnej wyceny spółki (Niedziółka 2008: 3). Z kolei przyjęcie perspektywy finansów korporacyjnych i rynków finansowych podkreśla znaczenie relacji inwestorskich jako filtra informacji finansowej, którego głównym zadaniem jest przedstawienie najpełniejszego obrazu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i jego perspektyw rozwojowych (Ryan, Jacobs 2005: 5, za: Łukasik 2013: 14).

Można również relacje inwestorskie zdefiniować poprzez dwa podejścia – podejście ekonomiczne oraz marketingowe. W ujęciu marketingowym w relacjach inwestorskich wykorzystuje się narzędzia niezbędne do kreowania zaufania do spółki wśród obecnych oraz potencjalnych inwestorów. Z kolei w podejściu ekonomicznym wskazuje się potrzebę wyjaśniania inwestorom sytuacji finansowej spółki, wahań cen kursów akcji oraz kształtowanie polityki dywidend (Ostrowska 2007: 80–82).

Relacje inwestorskie należy postrzegać w szerokim kontekście, ponieważ funkcjonują one w ramach systemu finansowego. Nawet jeśli zawęża się ujęcie rynku finansowego do rynku kapitałowego, należy mieć na uwadze jego wieloaspektowość, aby trafnie uchwycić proporcje dotyczące tematyki relacji inwestorskich (zob. więcej: Dziawgo 2011: 16).

Powyższe dotyczy tak samo akcjonariuszy (*shareholders*), jak również inwestorów posiadających dłużne instrumenty finansowe (*debt investors*). Z badań przeprowadzonych nad oczekiwaniami akcjonariuszy oraz obligatariuszy co do zakresu relacji inwestorskich wynika, że 80–90% informacji wymaganych przez obie grupy jest zbieżne (Kempchen 2008: 74 za: Dziawgo 2011: 49).

Brak wiarygodności przekazywanych informacji lub ich nadużycie, złe intencje kadry zarządzającej lub osób odpowiedzialnych za relacje inwestorskie, czy też brak profesjonalizmu, to podstawowe czynniki ryzyka relacji inwestorskich. W szczególności złe intencje kadry zarządzającej lub celowa dezinformacja powodują nie tylko utratę wiarygodności spółki w oczach inwestorów, ale również mogą skutkować brakiem możliwości pozyskania kolejnego finansowania³.

³ Spółki notowane na rynku kapitałowym często dokonują emisji kolejnej serii akcji lub obligacji celem spłaty zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów, pożyczek lub spłaty obligacji wyemitowanych we wcześniejszym okresie.

Relacje inwestorskie bezpośrednio przekładają się na wycenę spółki dokonywaną przez rynek kapitałowy, między innymi poprzez obniżenie kosztu pozyskania kapitału, bardziej efektywną alokację kapitału, zwiększenie bazy inwestorów, czy też zwiększenie prawdopodobieństwa sukcesu kolejnych emisji akcji (Gajewska-Jedwabny 2004: 506 i dalsze). Międzynarodowe badania potwierdzają znaczenie stosowania relacji inwestorskich we wzroście rozpoznawalności spółki oraz wpływie na rynkową wycenę⁴.

Z kolei badania przeprowadzone w 2009 roku na próbie 216 inwestorów miały na celu zdiagnozowanie stanu relacji inwestorskich w Polsce. Ukazały one przede wszystkim wysokie oczekiwania inwestorów rynku kapitałowego wobec relacji inwestorskich spółek publicznych. Wśród ankietowanych 41% ukazało stan relacji inwestorskich jako niezadowalający, przy czym aż 66% respondentów wskazało na wpływ relacji inwestorskich na podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Niestety, pogorszenie sytuacji gospodarczej kraju nie wpłynęło na poprawę jakości komunikacji spółek z rynkiem – aż 53% badanych inwestorów nie zauważyło żadnej poprawy w jakości relacji inwestorskich. Spośród ankietowanych 64% wierzy wiadomościom przekazanym przez emitentów, przy czym aż 47% respondentów potrafiło wskazać przykłady błędnych informacji przekazanych przez spółki lub wręcz dezinformacji (zob. więcej: Dziawgo 2010: 35). Rozszerzona wersja badań przeprowadzona na zwiększonej liczbie inwestorów indywidualnych (wzrost do 416 osób) oraz próbie 20 analityków giełdowych (18 analityków polskich oraz 2 analityków zagranicznych) potwierdza negatywne tendencje w postrzeganiu relacji inwestorskich w polskich spółkach kapitałowych (zob. więcej: Dziawgo 2011: 225–264).

Inne badania, przeprowadzone w latach 2008–2009 ukazują stan relacji inwestorskich z punktu widzenia 77 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Z badań wynika, że liczba powstających komórek Relacji Inwestorskich jest skorelowana z liczbą debiutów na rynku kapitałowym. W przypadku 46% respondentów nie są prowadzone badania struktury akcjonariatu celem lepszego dopasowania informacji przekazywanych przez spółki. Jednocześnie 45% badanych spółek nie bada opinii środowiska inwestorskiego. Aż 60% ankietowanych podmiotów zgadza się ze stwierdzeniem, że opinie inwestorów oraz analityków mają wpływ na decyzje podejmowane w spółce – w szczególności zwrócono uwagę na poprawę dziedziny niespełniającej oczekiwań inwestorów (24% wskazań), zmianę metod komunikacji (22%) oraz modyfikację strategii relacji inwestorskich (19%). Respondenci najczęściej wskazują na strony internetowe (20%), newsletter (13%), bezpośrednie spotkania z analitykami (12%) oraz inwestorami (11%) jako przedmiot doskonalenia formy komunikowania się z inwestorami.

Zgodne poglądy emitentów z oczekiwaniami inwestorów odnoszą się do znaczenia relacji inwestorskich w procesie budowania zaufania oraz podnoszenia wartości podmiotów. Większość spółek (53%) zdecydowanie zgadza się z takim poglądem. Jednak spośród zba-

⁴ Zsyntetyzowane wyniki międzynarodowych badań nad relacjami inwestorskimi zostały opisane w: Łukasik (2013: 60–64).

danych emitentów, tylko 19% należy do Polskiego Instytutu Relacji Inwestorskich, a 3% do Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

Z przeprowadzonych badań wynika, że większość badanych przedsiębiorstw nie posiadała sekcji odpowiedzialnej za relacje inwestorskie. Uwidacznia się również tendencja do niechęci utrzymywania kontaktu z inwestorami, a przygotowane materiały informacyjne dostosowane są do oczekiwań inwestora dominującego w strukturze akcjonariatu. Tymczasem, świadome kreowanie relacji inwestorskich w odpowiedzi na potrzeby szerokiego grona odbiorców nie tylko wpływa na zmniejszenie kosztu pozyskania nowego kapitału, ale również buduje zaufanie uczestników rynku finansowego do spółki (zob. więcej: Krug 2010: 133–177).

2. Relacje inwestorskie a polityka dywidend spółek notowanych na WGPW

Przyjmuje się, że istnieją trzy rodzaje modeli relacji inwestorskich. Pierwszy z nich to model tradycyjny, określany mianem modelu biernego. Koncentruje się on jedynie na wypełnianiu przez spółkę minimalnych obowiązków informacyjnych. Drugi model, określany modelem nowoczesnym, zakłada nie tylko aktywną komunikację z odbiorcami relacji inwestorskich, ale również aktywną zwrotną komunikację. Istotne jest, iż w modelu tym akcentowana jest kwestia stabilnej polityki dywidend. Model docelowy, będący ostatnim w przyjętej klasyfikacji modeli relacji inwestorskich, charakteryzuje się transparentnością spółki w możliwie szerokim zakresie. Wynika on przede wszystkim z coraz większych wymagań uczestników rynku finansowego. Akcentowany jest w nim między innymi fakt wykorzystania relacji inwestorskich jako generatora wartości spółki (zob. więcej: Dziawgo 2011: 62).

Osoby zainteresowane relacjami inwestorskimi to nie tylko inwestorzy posiadający akcje emitenta, ale również posiadacze obligacji, grupy analityków, maklerzy, doradcy inwestycyjni, kredytodawcy, media oraz przyszli inwestorzy, mogący ulokować kapitał w danym przedsiębiorstwie. Przeprowadzając klasyfikację ostatniej wymienionej grupy pod kątem celu inwestowania, rozróżnia się inwestorów preferujących wartość (*value investors*), oczekujących ponadprzeciętnych wzrostów (*growth investors*) oraz inwestorów oczekujących bieżących wpływów w postaci dywidendy (*income investors*).

Polityka dywidend określa, jaka część zysku jest rozdzielana między akcjonariuszy, a jaka część jest zatrzymywana na cele wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa. Decyduje ona o podziale zysku przedsiębiorstwa na dwa strumienie przepływów pieniężnych. Pierwszy z nich trafia do akcjonariuszy czy udziałowców w postaci dywidendy. Drugi natomiast jest zatrzymany w przedsiębiorstwie i może być przeznaczony na finansowanie wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa. Podobnie jak polityka zadłużenia, również polityka dywidend może być formułowana w uchwale podejmowanej na zwyczajnym walnym zgromadzeniu (Pomykalska, Pomykalski 2007: 162). W literaturze przedmiotu wskazuje się, że szczególnym przypadkiem zastosowania relacji inwestorskich poza pierwszą emisją akcji (IPO – *Initial Public Offering*) jest restrukturyzacja przedsiębiorstwa lub zmiana polityki dywidend.

Zdania co do wpływu polityki dywidend na wartość spółki są wśród zainteresowanych tematyką podziału zysku i dywidendy bardzo zróżnicowane. Najogólniej opinie w tym względzie mieszczą się w jednym z trzech nurtów obowiązujących dotychczas w nauce (Sierpińska 1999: 131 i dalsze; Damodaran 2007: 1047–1048):

- a) grupa konserwatywna (prodywidendowa) – wartość spółki zostanie maksymalizowana przez wysoką stopę wypłat dywidend. Głównym przedstawicielem tej grupy jest M. Gordon i J. Lintner;
- b) grupa radykalna (antydywidendowa) – wzrost wypłat dywidend obniża wartość spółki. Reprezentują ją R. Litzenberger i K. Ramaswamy;
- c) grupa środkowa (neutralna) – polityka dywidend nie ma wpływu ani na cenę akcji, ani na koszt kapitału firmy. Takie poglądy po raz pierwszy zaprezentowali M. Miller i F. Modigliani.

Ideą relacji inwestorskich jest pełna informacja finansowo-ekonomiczna na temat działalności spółki, a w szczególności współpraca z inwestorami rynku kapitałowego. Kluczową zaletą takiego podejścia jest niwelowanie luki informacyjnej, która wynika z asymetrii informacji występującej pomiędzy spółką a inwestorami (zob. więcej: Stradomski 2006: 11–12). Przy założeniu istnienia opracowanej i stosowanej polityki dywidend jako elementu relacji inwestorskich, ogłaszane prognozy wyników finansowych spółki mogą być jednocześnie podstawą szacunku prognozowanej dywidendy. Grupy inwestorów poszukujące spółek dywidendowych będą w obszarze relacji inwestorskich oczekiwać takich właśnie informacji. Decyzje w zakresie zmiany wielkości wypłaconej dywidendy w stosunku do planowanej powodują negatywne reakcje wśród inwestorów. Dlatego w szczególności ci emitenci, którzy liczą na stabilny akcjonariat, powinni w ramach relacji inwestorskich na bieżąco przekazywać informacje, tak o zmianach prognozy wyników finansowych, jak również o odstępstwach od przyjętej polityki dywidend lub czasowym zaprzestaniu wypłaty dywidend.

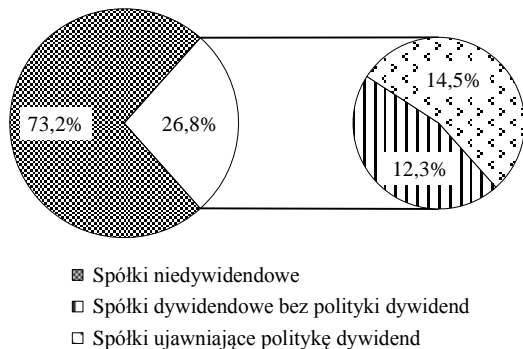
3. Polityka dywidend jako element relacji inwestorskich – wyniki badań

Przeprowadzone badania objęły spółki notowane na GPW w latach 2006–2012. Spośród wszystkich spółek wybrano podmioty zakwalifikowane do grupy spółek dywidendowych. Przez spółkę dywidendową rozumiano spółkę, która w ciągu ostatnich 5 lat wypłacała dywidendy częściej niż przeciętna spółka notowana w tym okresie na GPW. W ten sposób wyłoniono spółki dywidendowe dla każdego roku objętego badaniami. Następnie analizą objęto spółki, które w przyjętym do badań okresie przynajmniej raz zaliczono do grupy spółek dywidendowych. Spółek takich było 118.

Badania przeprowadzono latem 2013 roku. Autorzy poszukiwali informacji o polityce dywidend analizowanych spółek, skupiając się na materiałach prezentowanych przez spółki na swoich portalach internetowych. Prezentowane dalej wyniki opierają się na informacjach, które udało się odnaleźć przy wykorzystaniu wyszukiwarek, które funkcjonują

w znacznej części portali spółek, jak i poprzez szczegółowe przeszukiwanie zawartości portali oraz zamieszczonych w nich raportów. Oznacza to potencjalną możliwość, że w przypadku niektórych spółek do pewnych materiałów dotyczących polityki dywidend autorzy nie dotarli. Jeśli jednak rzeczywiście miały miejsce takie przypadki (pomimo czasochłonnych poszukiwań), jest to w praktyce równoznaczne z brakiem możliwości uzyskania rzetelnej informacji w tym zakresie.

Dostępność informacji o polityce dywidend na portalach spółek jest bardzo ograniczona. Wyszukiwarki na portalach spółek w sporadycznych przypadkach pokazywały jakiegokolwiek wyniki dla hasła „polityka dywidend” oraz różnych pokrewnych fraz wyszukiwania. Hasło „dywidenda” powodowało zazwyczaj odesłanie do raportów bieżących, zawierających decyzje o wypłacie dywidendy. Informacje o polityce dywidend są zwykle ukryte w raportach bieżących. Tylko w 11 przypadkach odnaleziono w portalu zakładkę odnoszącą się do polityki dywidend spółki, ale i wtedy nie zawsze oznaczało to uzyskanie informacji satysfakcjonującej inwestora zainteresowanego tym tematem. Ogółem jakąkolwiek informację o polityce dywidend odnaleziono na portalach 64 spółek, co stanowi 54% spółek dywidendowych i zaledwie 14,5% wszystkich spółek objętych badaniami⁵ (rys. 1). Większą rzetelnością wykazują się przy tym duże spółki. Odpowiedni wskaźnik dla spółek dywidendowych zaliczanych do WIG20 wynosi 81,8%, a dla spółek zaliczanych do WIG40 – 70,6%. Stąd wniosek, że znaczenie polityki dywidend w relacjach inwestorskich spada (w perspektywie emitenta) wraz z wielkością spółki.

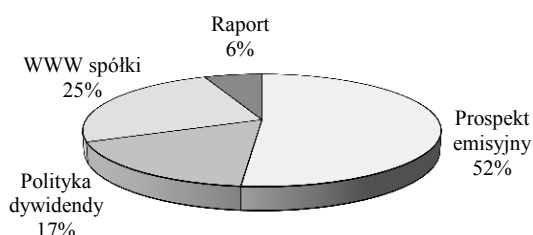


Rysunek 1. Struktura badanych spółek

Źródło: opracowanie własne.

⁵ Udział ten odnosi się do 440 spółek, co jest liczbą większą od stanu spółek notowanych na WGPW na koniec 2012 roku, gdyż wzięto też pod uwagę spółki wycofane z giełdy. Oczywiście należy założyć, że spółki niezaliczone do dywidendowych, których nie objęła analiza, również w części publikują informacje o polityce dywidend, więc podany wskaźnik jest jedynie orientacyjny.

Jeszcze mniej optymistyczny obraz analizowanego zagadnienia przedstawia się po zestawieniu dostępnych źródeł informacji o polityce dywidend badanych spółek. W większości przypadków (51,6%) informację taką można znaleźć jedynie w prospekcie emisyjnym (rys. 2). Oznacza to, że prezentacja polityki dywidend nie wynika z potrzeby przekazania rzetelnej informacji inwestorowi, a jedynie z obligatoryjnego wymogu stawianego przez europejskie przepisy⁶. Skutkuje to niskim poziomem przydatności takiej informacji, gdyż jest ona zazwyczaj nieaktualna, a ponadto konstruowana w specyficznych uwarunkowaniach związanych z chęcią korzystnego ulokowania emisji. Można domniemywać, że nierzadko taka informacja jest konstruowana wyłącznie na potrzeby prospektu.



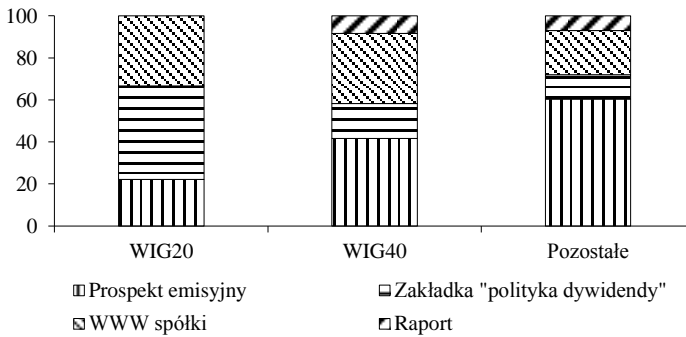
Rysunek 2. Miejsce prezentacji polityki dywidend lub informacji o dywidendach w badanych spółkach dywidendowych

Źródło: opracowanie własne.

W pozostałych spółkach polityka dywidend była prezentowana albo w oddzielnych zakładkach portalu (17% przypadków), albo w treści innych dokumentów (1/4 spółek). W kilku przypadkach zasady polityki dywidend udało się odszukać w rocznych sprawozdaniach finansowych. W tym ostatnim przypadku można jednak kwestionować określanie takich informacji polityką dywidend. Coroczne ustalanie zasad wypłaty dywidendy, nawet jeśli zakłada perspektywę kilku lat, trudno nazwać polityką, jeżeli w praktyce obowiązuje jedynie do następnego roku.

Analiza miejsca i sposobu prezentacji polityki dywidend przez spółki ponownie wskazuje, że rzetelność przekazu zależy od wielkości spółki. Chociaż we wszystkich grupach spółek można znaleźć różne formy przekazu informacji, to w najmniejszych spółkach aktualne informacje na temat polityki dywidend napotkano tylko w 23,5% przypadków, podczas gdy w spółkach zaliczanych do WIG20 i WIG40 wskaźnik ten wynosi odpowiednio 77,8% oraz 50,0% (rys. 3).

⁶ Obowiązek prezentowania informacji o polityce dywidendy spółki wynika z pkt 20.7 załącznika nr I do Rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz form włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz.Urz. UE L 149/1).

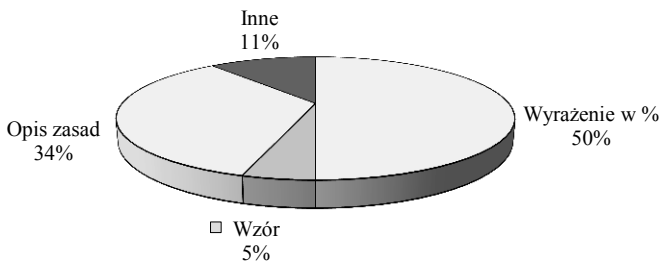


Rysunek 3. Miejsce prezentacji polityki dywidend lub informacji o dywidendach w badanych spółkach dywidendowych w podziale na indeksy GPW (%)

Źródło: opracowanie własne.

Odrębnej analizy wymaga treść przekazywanych przez spółki informacji o polityce dywidend (rys. 4). Nieznaczna większość spółek stara się wyrazić prognozowane wypłaty dywidend parametrycznie, zazwyczaj poprzez wskazanie stopy wypłaty dywidendy w odniesieniu do zysku netto. Pomijając kwestię wysokości stopy, nie sposób wskazać dominującego sposobu jej wyrażenia. Podawana tu bywa stopa maksymalna, minimalna, w postaci widełkowej, albo też jako stopa docelowa. Jednocześnie, w połowie przypadków podana stopa obwarowana jest większą lub mniejszą liczbą zastrzeżeń. Zastrzeżenia takie zabezpieczają zarząd spółki przed potencjalnymi zarzutami w razie niedotrzymania prognozowanych wielkości, ale też znacznie ograniczają przydatność takiej informacji dla inwestora.

Zdecydowana większość wspomnianych zastrzeżeń odnosi się do przyszłych inwestycji spółki. Wypłacana dywidenda nie może ograniczać możliwości inwestycyjnych (lub szerzej: rozwojowych) spółki. W rezultacie można uznać, że duża część spółek stosuje politykę dywidend rezydualnych, wypłacając dywidendę w sytuacji, kiedy nie dysponuje możliwością wypracowania dodatkowej wartości ekonomicznej.



Rysunek 4. Forma prezentacji polityki dywidend w badanych spółkach dywidendowych

Źródło: opracowanie własne.

Pozostałe zastrzeżenia wypłaty dywidend dotyczą często realnych ograniczeń, jak potrzeby zachowania płynności finansowej, niezbędnej wielkości i optymalizacji struktury kapitału, czy też posiadania wystarczających środków finansowych. Niekiedy jednak spółki zastrzegają wypłatę dywidendy, odnosząc się do ogólnych sformułowań typu „odpowiedni wynik finansowy”, sytuacja rynkowa, zagrożenia działalności. Nieliczna grupa spółek zamierza dostosować wielkość dywidend do przeciętnych dywidend w branży lub na giełdzie papierów wartościowych. Jest też grupa spółek, która deklaruje wypłatę dywidendy według określonej stopy, uzależniając faktyczną wypłatę od „wymogów prawa” lub „obowiązujących w tym zakresie zasad”.

Poza spółkami deklarującymi określone stopy wypłaty dywidendy, kilka innych prezentuje precyzyjny wzór pozwalający obliczyć dywidendę lub podaje przewidywaną wielkość dywidendy (albo deklaruje odstępnie od wypłat dywidendy). Pozostałe (1/3 spółek) ograniczają się do podania zasad (uwarunkowań) wypłaty dywidendy, nierzadko odnosząc się jedynie do przepisów prawa, albo wyrażając te zasady bardzo ogólnikowo, informując na przykład, że dywidenda będzie wypłacana w zależności od wypracowanego zysku. W skrajnych przypadkach spółki informują, że „istnieje możliwość” lub też „nie wyklucza się” wypłaty dywidendy w przyszłości.

Specyficzny sposób rozumienia polityki dywidend prezentują dwie z analizowanych spółek. Pierwsza z nich komunikuje, że jeśli po raz trzeci z rzędu wypłaci dywidendę (proponując zarządowi), to „oznacza to, że spółka stosuje politykę dywidendową”. Można taką formę polityki uznać za „nieuświadomioną politykę dywidend”. W drugiej ze wskazanych spółek zarząd rekomenduje „politykę dywidend” na 2011 rok, przyjmując, że polityką dywidend można nazwać roczną prognozę wypłaty dywidendy.

Można zauważyć, że polityka dywidend nie jest traktowana przez polskie spółki publiczne za ważny obszar relacji inwestorskich. Badania nie dają natomiast odpowiedzi na pytanie o miejsce polityki dywidend w zarządzaniu spółkami. Powyższe, szczególne pojmowanie polityki dywidend może jednak wskazywać, że zarządy niektórych spółek uznają problem polityki podziału zysku za mało istotny w kontekście strategicznego rozwoju jednostki.

Uwagi końcowe

Weryfikacja materiałów upublicznianych przez spółki, w tym zawartości portali spółek giełdowych, nawet bez dogłębnej analizy informacji tam prezentowanych świadczy, że pod względem relacji inwestorskich można podzielić spółki na trzy grupy: te, które chcą dostarczyć zainteresowanym rzetelnej i pełnej informacji, te, które przekazują informacje zmuszone do tego regulacjami prawnymi i te, które pozornie spełniają wszystkie zasady dobrych relacji inwestorskich, ale robią to w sposób, który uniemożliwia inwestorom uzyskanie rzetelnego i jasnego obrazu sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki. Dotyczy to również informacji o polityce dywidend, przy czym w tym przypadku spółki należące do pierwszej z wyróżnionych grup są bardzo nieliczne.

Jak wynika z badań różnych autorów, realizacja zadań w ramach relacji inwestorskich w polskich spółkach giełdowych w istotnej części spełnia oczekiwania inwestorów. Nie można jednak tego odnieść do polityki dywidend. Inwestorzy traktujący politykę dywidend jako jedną z determinant podejmowanych inwestycji, zmuszeni są do definiowania polityki dywidend spółek na podstawie historycznych danych o wypłatach dywidend. Informacje w tym zakresie płynące ze spółek są zazwyczaj trudne do odnalezienia, nieaktualne i enigmatyczne. Można przyjąć, że taki stan rzeczy jest (nie tylko) wynikiem lekceważącego podejścia do tematu przez spółki. Określenie polityki dywidend w sytuacji mocno nieprzewidywalnej przyszłości wydawać się może bowiem zadaniem karkołomnym, stąd spółki obawiają się składania inwestorom obietnic wypłaty dywidend. Z drugiej strony, polityka dywidend nie musi być prognozą wypłacanych w przeszłości kwot dywidend, można ją skonstruować poprzez zbiór w miarę precyzyjnych zasad określających wielkość wypłacanej dywidendy. Dlatego zmiana podejścia spółek do prezentacji polityki dywidend wymaga głównie zmian świadomości osób odpowiedzialnych za relacje inwestorskie, a zmiany te mogą zostać wymuszone jasnym artykułowaniem swych oczekiwań przez samych inwestorów.

Literatura

- Czerwińska T. (2004), *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego „Inwestycje i Nieruchomości” nr 1.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo D. (2010), *Relacje inwestorskie polskich spółek giełdowych*, „Akcjonariusz” nr 1.
- Gajewska-Jedwabny A. (2004), *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuziemek, Poltext, Warszawa.
- Gregory A. (1997), *Public Relations w praktyce*, WPSB, Kraków.
- Kempchen D., Koeser A., Mareshal C., Mehta R., Radzyminski V., Thuer D. (2008), *Fixed Income Investor Relations – How to Communicate with Debt Holders?*, w: *Investor Relations management*, red. M. Mietzner, D. Schierek, DIRK Forschungsreihe, Hamburg-Muenchen.
- Krug A.M. (2010), *Relacje inwestorskie w nowoczesnej spółce giełdowej*, Poligraf, Brzezia Łąka.
- Krzysiński P. (2004), *Wynagradzanie pracowników, w: Zarządzanie zasobami ludzkimi*, red. Z. Skawiński, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Niedziółka D.A. (2008), *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Oficjalna strona Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie poświęcona zagadnieniom ładu korporacyjnego spółek notowanych na Głównym Rynku GPW oraz NewConnect, www.corp-gov.gpw.pl (9.12.2013).
- Ostrowska E. (2007), *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa.
- Pomykalska B., Pomykalski P. (2007), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Relacje inwestorskie spółek kapitałowych* (2013), red. G. Łukasik, Difin, Warszawa.
- Ryan T.M., Jacobs Ch.A. (2005), *Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*, Wiley Finance, Hoboken.
- Seitel F.P. (2003), *Public relations w praktyce*, Felberg, Warszawa.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- Stradomski M. (2006), *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Ustawa z dnia 8 marca 2013 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2013, nr 0, poz. 433.

DIVIDEND POLICY IN THE CONTEXT OF INVESTOR RELATIONS OF THE COMPANIES QUOTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE-RESULTS OF THE RESEARCH

Abstract: *Purpose* – The objective of the article is to show the approach to dividend policy of the companies quoted on Warsaw Stock Exchange in the context of investor relations. The article is an attempt to identify and evaluate the concepts of passing the information about their dividend policies to investors by dividend companies.

Design/Methodology/approach – The study covered 180 dividend companies selected from companies quoted on Warsaw Stock Exchange in the period 2002–2012. The authors analysed the components of the dividend policies of the companies and the channels through which investors are informed about them. The results of the study were compared with the theoretical principles described in the works on the topic.

Findings – One can describe the level of the development of investor relations to be average, but the communication concerning the dividend policies must be described as inadequate. It can be characterised by a lack of consequence and regularity as well as vagueness of the messages passed to investors. A significant number of dividend companies does not inform the investors about the goals of their dividend policies. In addition, the way in which the dividend policies are formed and published by companies in different materials does not contribute to deeper knowledge of investors.

Originality/value – The studies carried out in Poland on the development of investor relations by companies have rarely taken into consideration the problem of dividend policies. This study contributes to the description of the poorly known topic of the communication between companies and investors, which is a very important issue for investors building portfolios based on dividend companies.

Keywords: dividend policy, investor relations, dividend companies

Cytowanie

Jabłoński B., Kuczowic J. (2014), *Polityka dywidend w kontekście relacji inwestorskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – wyniki badań*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 723–734; www.wneiz.pl/frfu.