Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2015, t. 59, nr 2

Bartłomiej Jabłoński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
e-mail: bartlomiej.jablonski@ue.katowice.pl
tel. 504 063 777

Jacek Kuczowic

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
e-mail: jacek.kuczowic@ue.katowice.pl
tel. 600 987 632

Realizacja polityki dywidend w odniesieniu do informacji zamieszczonych w prospektach emisyjnych – wyniki badań

Streszczenie. *Artykuł odnosi się do problematyki realizacji polityki dywidend opisywanej w prospektach emisyjnych podmiotów ubiegających się o uzyskanie statusu spółki publicznej. W opracowaniu zwrócono uwagę między innymi na cechy oraz budowę prospektu emisyjnego, będącego podstawowym źródłem informacji o emitencie, jego sytuacji ekonomiczno-finansowej oraz planach rozwojowych, w tym planowanych wypłatach dywidend. Badania swoim zakresem objęły spółki wchodzące w skład indeksów WIG20, sWIG oraz mWIG w okresie między 2002-2013 r. W przeprowadzonych badaniach zwrócono szczególnie uwagę na to, w jaki sposób została opisana w prospektach emisyjnych polityka dywidend oraz w jakim stopniu była rzeczywiście realizowana w okresie do trzech lat po emisji akcji.*

Słowa kluczowe: *polityka dywidend, prospekt emisyjny, emitent, giełda papierów wartościowych, spółka akcyjna*

Wstęp

Proces upublicznienia spółki na giełdzie papierów wartościowych wymusza na emitencie nie tylko rzetelne informowanie inwestorów o jej przeszłej oraz obecnej kondycji finansowej, ale również późniejszą realizację opisanych w prospekcie emisyjnym planów w zakresie szeroko rozumianego rozwoju podmiotu i ewentualnego podziału wyniku finansowego. W szczególności w przypadku

pierwszej publicznej emisji akcji rośnie rola relacji inwestorskich, czyli relacji spółki z inwestorami. Do wybranych elementów relacji inwestorskich zaliczyć należy wypełnianie obowiązków informacyjnych wymaganych przepisami prawa oraz informowanie o działalności spółki, w tym o wynikach finansowych oraz planach rozwoju emitenta.

W artykule opisano wyniki badań przeprowadzone na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za okres 2002-2013. Celem badań była analiza formy i zakresu informacji umieszczonych w prospektach emisyjnych o polityce dywidend, jak również stopnia realizacji polityki dywidend w odniesieniu do informacji w nich zawartych.

1. Pierwsza oferta publiczna IPO jako źródło pozyskania kapitału własnego przez przedsiębiorstwo

Teorie wskazują, że przedsiębiorstwa finansują bieżącą działalność oraz inwestycje w pierwszej kolejności z zysków zatrzymanych. Dopiero przy braku takich możliwości, finansują swoje potrzeby z kapitału obcego pozyskanego poprzez zaciągnięcie kredytu lub emisję dłużnych papierów wartościowych. Jako ostateczność w pozyskiwaniu dodatkowego kapitału podejmowana jest decyzja o finansowaniu opartym na emisji akcji na rynku publicznym[1]. Wynika z tego, że podmioty rentowne charakteryzują się niskim wskaźnikiem zadłużenia, gdyż nie mają potrzeby sięgania po kapitał obcy[2]. Natomiast te podmioty, które realizują kapitałochłonne inwestycje, będą je finansować z wykorzystaniem kapitału obcego, względnie poprzez pozyskanie kapitałów własnych z pierwszej publicznej emisji akcji IPO.

Najbardziej popularną formą pozyskiwania kapitałów własnych jest emisja nowych akcji, przy czym podwyższenie kapitału zakładowego może się również odbywać poprzez podwyższenie wartości nominalnej dotychczasowych akcji[3]. Objęcie nowych akcji może nastąpić w drodze subskrypcji prywatnej (oznaczony adresat), subskrypcji zamkniętej (akcjonariusze, którym przysługuje prawo

[1] Mówi o tym teoria hierarchii źródeł finansowania. Zob. więcej: S. Myers, N. Majluf, *Corpo+rate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics" 1984, Vol. 13, No. 2, www.uni-hohenheim.de/fileadmin/einrichtungen/ bank/Investment_Banking/myers_majluf_1984.pdf [2.09.2014].

[2] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 35.

[3] D. Podedworna-Tarnowska, *Emisja akcji uprzywilejowanych*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 171, za: M. Mikołajek-Gocejna, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 17.

poboru) oraz subskrypcji otwartej, czyli oferty publicznej IPO (pozostałe osoby fizyczne lub prawne)[4].

Emisja akcji może służyć również pozyskaniu kapitału na cele inwestycyjne lub na niezbędną restrukturyzację naprawczą, która przełoży się na poprawę sprawności działania przedsiębiorstwa oraz jego konkurencyjności. Kapitał pozyskany w drodze emisji akcji określany jest często jako kapitał bezzwrotny w tym znaczeniu, że emitent nie ma obowiązku jego zwrotu oraz nie ma obowiązku wypłaty świadczeń z tytułu jego pozyskania. Są jednak pewne wyjątki.

Emisja akcji jest źródłem pozyskania kapitału długoterminowego, który podlega spłacie w przypadku podjęcia decyzji o częściowym umorzeniu akcji lub w przypadku likwidacji spółki. Kapitał pozyskany w ten sposób przyczynia się do wzrostu gwarancji spółki dla partnerów oraz zwiększa jej wiarygodność[5].

Oferta publiczna lub dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym wymaga udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego[6]. Dokument ten pełni dwie funkcje – informacyjną oraz zabezpieczającą. Z punktu widzenia emitenta prospekt emisyjny służy zaprezentowaniu specyfiki prowadzonej działalności, osiąganych wyników czy też ryzyka mu towarzyszącego. Dodatkowo przedsiębiorstwo, udostępniając prospekt szerokiemu gronu odbiorców, zabezpiecza się tym samym przed zarzutem niedopełnienia obowiązków informacyjnych. Z kolei z punktu widzenia inwestora prospekt emisyjny, pełniąc funkcję informacyjną, umożliwia mu wnikliwą analizę emitenta, jak również zabezpiecza interesy kapitałodawcy poprzez oświadczenia osób odpowiedzialnych za sporządzenie poszczególnych elementów tego dokumentu.

Prospekt emisyjny sporządza się w formie jednolitego dokumentu albo zestawu dokumentów obejmujących dokument rejestracyjny, dokument ofertowy i dokument podsumowujący[7].

Dokument rejestracyjny koncentruje się na emitencie jako podmiocie prawnym i biznesowym. Zawiera m.in. informacje o działalności i organizacji emitenta, posiadanym majątku, osiągniętych wynikach finansowych, prognozach wyników finansowych na lata następne, o osobach zarządzających, a także o związanych z tymi zagadnieniami czynnikach ryzyka. Dokument ofertowy poświęcony jest przedstawieniu papierów wartościowych oferowanych lub wprowadzanych do obrotu regulowanego. Znajdują się tu m.in. dane o warunkach oferty, zasadach dopuszczania papierów wartościowych do obrotu regulowanego, kosztach ofer-

[4] M. Mikołajek-Gocejna, op. cit., s. 17.

[5] Zob. więcej: W. Nawrot, *Emisja akcji w Polsce w nowej perspektywie europejskiej. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 82.

[6] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. nr 184, poz. 1539, art. 7.

[7] Ibidem, art. 21.

ty oraz o właścicielach sprzedających papiery wartościowe. Jeżeli dokument ofertowy będzie publikowany po udostępnieniu do wiadomości dokumentu rejestracyjnego, to powinny być w nim zamieszczone również informacje stanowiące zmianę treści dokumentu rejestracyjnego w zakresie zaistniałych zdarzeń, mogących w znaczący sposób wpłynąć na ocenę przedstawianych papierów wartościowych. Dokument podsumowujący zawiera streszczenie najważniejszych informacji zamieszczonych w dokumencie rejestracyjnym i ofertowym. Zgodnie z przyjętymi założeniami dokument podsumowujący powinien być sporządzony w sposób przystępny dla inwestorów, zwięzły, bez sformułowań technicznych i specjalistycznych. Dyrektywa 2003/71 zaleca nawet, aby podsumowanie nie przekraczało 2500 słów (to jest mniej więcej 1/3 przywołanej w przypisie broszury)[8].

Zawartość prospektu emisyjnego jest prawnie określona przez ustalenie minimalnych wymogów informacyjnych. Odpowiednie regulacje ustalane są na poziomie Unii Europejskiej. Aktualnie obowiązują regulacje zawarte w dyrektywie 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady. Na ich podstawie Komisja Wspólnot Europejskich wydała rozporządzenie[9] szczegółowo określające wymogi informacyjne dotyczące prospektów emisyjnych.

Wymagany zakres informacji zawartych w prospekcie zależy od rodzaju emitenta i rodzaju papieru wartościowego. W przypadku emisji akcji zakres prospektu emisyjnego obejmuje wykaz osób odpowiedzialnych za informacje zawarte w prospekcie, biegłych rewidentów, wybrane informacje finansowe, czynniki ryzyka, informacje o emitencie, zarys ogólny działalności, strukturę organizacyjną, środki trwałe, przegląd sytuacji operacyjnej i finansowej, zasoby kapitałowe, informacje o badaniach i rozwoju, patentach i licencjach. Dodatkowo w prospekcie powinny być informacje o tendencjach, prognozach wyników lub wynikach szacunkowych, organach administracyjnych, zarządzających i nadzorczych oraz osobach zarządzających wyższego szczebla, wynagrodzeniach i innych świadczeniach, praktykach organu administracyjnego, zarządzającego i nadzorującego, pracownikach, znacznych akcjonariuszach, transakcjach z podmiotami powiązanymi, informacje finansowe dotyczące aktywów i pasywów emitenta, jego sytuacji finansowej, zysków i strat oraz informacje dodatkowe.

Podczas analizy prospektu emisyjnego, szczególne znaczenie przypisywane jest czynnikom ryzyka działalności emitenta, prognozom zysków oraz opisanym zasadom wypłaty dywidend, czyli polityce dywidend.

---

[8] *Poradnik inwestora. Jak czytać prospekt emisyjny*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2007, s. 8, www.bgz.pl/downloads/biuro_maklerskie/Edukacja/Jak_czytac_prospekt.pdf [3.09. 2014].

[9] Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam.

Prospekt emisyjny powinien zawierać wszystkie informacje wymagane przepisami prawa, a także inne informacje uznane przez emitenta za istotne do właściwego zaprezentowania swojej działalności oraz objętych prospektem papierów wartościowych. Prospekt zawiera również opis czynników ryzyka — informacje o prawdopodobnych zdarzeniach, które mogłyby negatywnie wpłynąć na emitenta lub wartość emitowanych przez niego papierów wartościowych. Emitent wskazuje inwestorom wszelkie istotne zidentyfikowane obecne i ewentualne zdarzenia, które mogą mieć wpływ na jego działalność lub osiągane wyniki finansowe. Inwestorzy powinni zwrócić uwagę na opisane niepewności, tak aby decyzja o zakupie papierów wartościowych podjęta była z pełną świadomością mogących wystąpić ryzyk. Analiza tej części prospektu powinna skoncentrować się na przedmiocie danego czynnika ryzyka, wpływie, jaki dane zdarzenie może mieć na emitenta, oraz uwarunkowaniach i prawdopodobieństwie jego wystąpienia[10].

Kolejnym istotnym elementem z punktu widzenia inwestora jest prognoza zysków oraz szacowane zyski. W prospekcie emitent może podać prognozę swoich zysków, choć nie jest do tego zobowiązany. Informacja o prognozach powinna być uzupełniona opisem czynników mających wpływ na jej wykonanie z wyszczególnieniem tych, na które mają wpływ członkowie zarządu lub rady nadzorczej emitenta. Powinien być także zamieszczony raport biegłego rewidenta lub niezależnego księgowego, który stwierdzi, że prognozy zostały sporządzone w sposób prawidłowy na podstawie podanych założeń oraz zgodnie ze stosowanymi przez spółkę standardami rachunkowości. Warto zwrócić uwagę na różnicę pomiędzy zyskiem szacowanym a prognozowanym. Pierwsze pojęcie dotyczy minionego okresu, dla którego nie ogłoszono jeszcze oficjalnych wyników. Prognoza zysków jest to natomiast wartość (albo przedział wartości) prawdopodobnego poziomu wyników, jaki spółka planuje osiągnąć w okresach przyszłych[11].

Prognozowane zyski są dla inwestora ważne z punktu widzenia możliwości zmian notowań akcji w przyszłości, jak również wypłaty dywidend z części wypracowanego zysku. Dlatego od zysków emitenta zależy, tak przyszła dywidenda, jak również zysk wynikający ze wzrostu cen akcji.

2. Korzyści, zagrożenia oraz obowiązki spółki po udanej emisji akcji na rynku publicznym

Z emisji akcji wynikają korzyści dla emitenta, ale również powstają koszty związane z publiczną emisją papierów wartościowych oraz wprowadzeniem ich

[10] Zob. więcej: *Poradnik inwestora...*, op. cit., s. 6-12.
[11] Ibidem, s. 15.

do obrotu na rynku giełdowym. Dodatkowo, poza kosztami emisji, pojawia się wiele potencjalnych zagrożeń dla spółki.

Do korzyści niewątpliwie zaliczyć należy pozyskanie długoterminowych nowych (lub dodatkowych) źródeł finansowania, zwiększenie prestiżu i wiarygodności spółki wynikającej z obowiązków informacyjnych emitenta. Działalność spółki publicznej jest również przedmiotem analiz oraz zainteresowania prasy, w tym analityków, co stanowi formę reklamy. Ponadto udana pierwsza emisja akcji zwiększa szansę na kolejne możliwości pozyskania kapitału w drodze emisji akcji lub obligacji[12].

Dzięki publicznej emisji akcji spółka zyskuje możliwość konstruowania programów motywacyjnych dla kadry kierowniczej poprzez jej udział w kapitale własnym spółki, co ma szczególne znaczenie w sytuacji, kiedy spółka postawiła sobie za cel pomnażanie wartości dla akcjonariuszy[13].

Z kolei koszty emisji akcji wynikają z całości procesu przygotowania prospektu emisyjnego oraz dopuszczenia akcji do obrotu giełdowego (m.in. koszty badania sprawozdań finansowych, obsługi prawnej, koszty promocji oraz spotkań z inwestorami, opłaty na rzecz Komisji Nadzoru Finansowego, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych czy też Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie). Poza kosztami publicznej emisji papierów wartościowych wskazuje się również na wiele obaw emitenta. Zaliczyć do nich można ryzyko przejęcia kontroli nad spółką w przypadku dużej emisji akcji, wgląd konkurencji w istotne informacje na temat spółki, w tym o pozyskiwanych znaczących kontraktach, oraz innych ważnych dla spółki zdarzeniach. Wskazuje się również na obawy związane z brakiem sukcesu emisji i łączącymi się z tym znacznymi kosztami, które szacuje się w przedziale 6-3%[14] wartości emisji.

Proces upublicznienia spółki uruchamia obowiązek stałego informowania inwestorów o zmianach zachodzących w podmiocie, jak również o planach rozwojowych. Dodatkowo wymaga budowania wartości dla akcjonariuszy, jak również zaufania wśród akcjonariuszy tak obecnych, jak i potencjalnych przyszłych. Szeroka komunikacja spółki z inwestorami określana jest jako relacje inwestorskie, które w miarę rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie są stosowane przez coraz większą liczbę spółek. Relacje inwestorskie można opisać jako nieustanną, pozytywną komunikację prowadzoną w sposób bezpośredni lub pośredni pomiędzy firmą będącą własnością publiczną a tymi, do których podmiot należy[15], lub jako

[12] W. Nawrot, op. cit., s. 162-164.

[13] M.C. Jansen, K.J. Murphy, *Performance Pay and Top Management Incentives*, „Journal of Political Economy" 1990, Vol. 98, No. 2, s. 225-264, za: M. Mikołajek-Gocejna, op. cit., s. 80.

[14] Koszty emisji uzależnione są m.in. od wysokości pozyskiwanych środków, renomy i wielkości emitenta oraz sytuacji na rynku kapitałowym.

[15] A. Gregory, *Public Relations w praktyce*, Wyd. PSB, Kraków 1997, s. 74.

wzajemnie korzystny proces dwustronnej komunikacji spółki z inwestorami i ich środowiskiem opiniotwórczym[16]. W ramach relacji inwestorskich wskazuje się również na potrzebę wyjaśniania inwestorom sytuacji finansowej spółki, wahania cen kursów akcji oraz kształtowanie polityki dywidend[17].

Dla tych inwestorów, którzy planują długoterminowe zaangażowanie środków pieniężnych w emitowane akcje, polityka dywidend opisana w prospekcie emisyjnym ma szczególne znaczenie. W prospekcie emisyjnym przedstawiona jest polityka dywidend oraz wartość wypłacanych dywidend w okresie przeszłym. Wysokość wypłaconej dywidendy zależy od wielu czynników, przy czym im dokładniej opisane są warunki wypłaty dywidend, tym większa jest przejrzystość spółki w tym zakresie. Zarząd spółki, która ma w planach szybszy wzrost kapitałów własnych, będzie rekomendować przez określony czas niewypłacanie dywidend. Jednak wszelkie przyjęte zasady podziału zysku spółki powinny być jasno określone w prospekcie emisyjnym. Przeprowadzone przez autorów badania miały na celu określenie, w jaki sposób spółki debiutujące na giełdzie podchodzą do polityki dywidend, jej upubliczniania i realizacji.

3. Metodyka i zakres przeprowadzonych badań

W badaniach przyjęto następujące założenia metodyczne:

1. Badania obejmują spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.
2. Zakres czasowy analizowanych danych: lata 2002-2013.
3. Wyjściowa baza danych obejmuje spółki zaliczane do podstawowych (w analizowanych latach) indeksów spółek: WIG20, mWIG40, sWIG80.
4. Z uwagi na nieporównywalność danych finansowych w badaniach pominięto spółki z sektora finansów i ubezpieczeń.
5. Analiza dotyczy spółek zaliczonych w 2013 r. do spółek dywidendowych, zgodnie z przyjętym kryterium. Za spółki dywidendowe uznano spółki, które w ostatnich pięciu latach co najmniej trzy razy wypłacały dywidendę.

Po weryfikacji danych do badań zakwalifikowano 52 spółki, które spełniały wszystkie założone kryteria.

Badania skupiały się na dwóch aspektach realizacji polityki dywidend przez spółki:

1. Formie i zakresie informacji o polityce dywidend zawartych w prospektach emisyjnych.

[16] D.A. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008, s. 3.
[17] E. Ostrowska E, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, s. 80-82.

2. Stopniu realizacji polityki dywidend deklarowanej w zapisach prospektów emisyjnych.

Analizie poddano prospekty emisyjne spółek publikowane w procesie wejścia na giełdę (IPO). Dodatkowo, w przypadku kilku spółek, wzięto też pod uwagę wybrane prospekty dotyczące kolejnych emisji, co pozwoliło zaobserwować zmiany zachodzące w podejściu do polityki dywidend tych spółek. Większość spółek udostępnia prospekty emisyjne na swoich portalach internetowych. Kilka innych spółek dostarczyło treść prospektów na prośbę prowadzących badania. W rezultacie zanalizowano 55 prospektów (w tym 40 IPO) publikowanych przez 40 spółek.

4. Prezentacja polityki dywidend w prospektach emisyjnych i jej realizacja

Realizowana przez spółki polityka dywidend w sposób bezpośredni przekłada się na efektywność inwestycji w akcje spółek. Stąd informacja o tej sferze zarządzania spółką jest istotna dla wszystkich inwestorów, w szczególności tych, którzy nie posiadają dominujących udziałów w spółce. Ma to swój wyraz m.in. w obowiązkach informacyjnych, jakie spółkom narzucają regulacje prawne i wewnętrzne regulacje giełdowe.

Pierwszym oficjalnym dokumentem spółki pretendującej do wejścia na parkiet, jaki trafia do inwestorów, jest prospekt emisyjny. Informacja o polityce dywidend spółki zapisywana jest w dokumencie rejestracyjnym, którego zawartość określa załącznik nr 1 do wspomnianego rozporządzenia. Informacja ta obejmuje historyczne dane o wypłacanej dywidendzie (wartość dywidendy na akcję, z uwzględnieniem ewentualnych zmian liczby akcji) oraz „opis polityki odnośnie do wypłaty dywidendy oraz wszelkich ograniczeń w tym zakresie”[18]. Analizując prospekty emisyjne, należy pamiętać, że opisane wyżej regulacje obowiązują od 2004 r., niemniej zawartość prospektów wcześniejszych była (w części dotyczącej polityki dywidend) porównywalna z obecnymi prospektami.

Obowiązujące regulacje dotyczące prezentacji polityki dywidend w prospekcie emisyjnym są, jak widać, mało precyzyjne i dają możliwość stosowania dowolnego zakresu i formuły opisu zamierzeń co do wypłat dywidendy w przeszłości. Zazwyczaj w prospekcie znajdują się informacje o wypłaconych dywidendach za trzy minione lata oraz deklaracje dotyczące wypłaty dywidend (bądź jej braku) w trzech następnych latach. Sposób konstrukcji tej drugiej części jest wyrazem podejścia zarządu spółki do realizacji relacji inwestorskich. Im bardziej precy-

[18] Punkt 20.7 załącznika nr 1 do omawianego rozporządzenia.

zyjny język zapisu zawartych tu informacji, tym bardziej wiarygodne stają się te informacje.

W prezentowanych badaniach skupiono się na prospektach emisyjnych związanych z IPO – zanalizowano 40 takich prospektów. Przeważającą część rozdziału (punktu) dotyczącego polityki dywidend w niemal wszystkich analizowanych prospektach zajmowały zupełnie zbędne cytaty z przepisów KSH odnoszące się do trybu uchwalania i wypłaty dywidendy. Pozostałą, zazwyczaj znacznie mniej obszerną, część rozdziału poświęcano właściwej polityce dywidend. W zdecydowanej większości prospektów zapisy tej części należy uznać za stosunkowo precyzyjne (tabela 1). Tylko siedem spółek (17,5% badanych) nie wyraziło polityki dywidend w sposób parametryczny. Najczęściej była określana stopa wypłaty dywidendy (relacja dywidendy do zysku netto) lub nie przewidywano w ogóle wypłaty dywidendy. W tym drugim przypadku powodem bywała konieczność pokrycia strat z lat ubiegłych albo spłaty zobowiązań wobec wierzycieli. Najczęściej jednak deklarowano przeznaczenie przyszłych zysków na działalność rozwojową (w tym planowane albo przypuszczalne przejęcia). Deklaracja wypłaty dywidendy była też wyrażana poprzez podanie kwoty wypłaty (jedna spółka) oraz w formach mieszanych (dwie spółki). Określając przewidywaną stopę wypłaty dywidendy, spółki wyrażają ją w sposób zróżnicowany, przy czym nie można odnotować dominującej w tym względzie formy. Stopa ta bywa wyrażana widełkowo, jako górna lub dolna granica wypłaty, albo też w podziale na okres bieżący i perspektywę długoterminową (docelowa stopa wypłaty). Z perspektywy inwestora, formuła ta nie ma jednak większego znaczenia, istotna jest bowiem wiarygodność deklaracji, a nie forma ich zapisu.

Tabela 1. Forma deklaracji wypłaty dywidendy w prospektach emisyjnych IPO badanych spółek

Forma deklaracji	Stopa wypłaty dywidendy	Brak wypłaty dywidendy	Inna forma parametryczna	Inne formy
Liczba spółek ogółem	16	14	3	7
w tym: spółki z WIG20	4	3	0	0
spółki z mWIG40	4	4	1	2
spółki z sWIG80	8	7	2	5

Źródło: opracowanie własne.

Precyzja zapisów polityki dywidendy w prospektach nie jest jednak tak jednoznaczna, jak wynika z liczb zawartych w tabeli 1. Powodem tego są zastrzeżenia, jakie niemal wszystkie spółki dołączają do deklaracji w zakresie przyszłych dywidend. Zastrzeżenia takie są dwojakiego rodzaju. Zazwyczaj odwołują się do

przyszłych uwarunkowań działalności, zarówno wewnętrznych (np. konieczność zachowania płynności finansowej), jak i zewnętrznych (np. możliwości akwizycji), które mogą uniemożliwić wypłatę dywidendy albo spowodują, że wypłata dywidendy będzie działaniem nieefektywnym. Poza tym zarządy spółek niekiedy zabezpieczają się w prospekcie zapisem, że faktyczna wypłata dywidendy zależy od decyzji zgromadzenia akcjonariuszy. Wszystkie te zastrzeżenia są ujęte w sposób, który w praktyce uniemożliwia weryfikację deklaracji zawartych w prospektach. W rezultacie każde odstępstwo od deklarowanych stóp wypłaty dywidendy można wytłumaczyć zapisami zawartymi w prospekcie.

Najbardziej precyzyjnie wyrażają politykę dywidend największe spółki. Wszystkie objęte badaniem spółki należące do WIG20 określiły przewidywaną stopę dywidendy (bądź jej brak). Jak wynika z liczb pokazanych w tabeli 1, precyzja ta zdaje się zanikać wraz z wielkością spółki. Pięć z najmniejszych spółek ujęło politykę dywidendy w sposób opisowy, co dla inwestora nie stanowi żadnej wskazówki.

Analizując kolejne prospekty emisyjne spółek ponawiających emisję, nie sposób oprzeć się wrażeniu, że ulubionym narzędziem sporządzających prospekty jest kopiarka. Metoda „kopiuj-wklej" jest w tym przypadku najczęściej używana. Oznacza to, że zarządom brak refleksji nad zmieniającymi się uwarunkowaniami działalności. Takie działania wyrażają też lekceważące podejście spółek do tej sfery relacji inwestorskich. Oczywiście stałość polityki dywidend jest pożądana, musi być jednak przy tym spełniony podstawowy warunek – polityka ta musi być respektowana w realnych decyzjach zarządu. Należy zaznaczyć, że spotyka się spółki, w których taki warunek jest spełniony, a zapisy prospektu wyraźnie wskazują na konsekwentną kontynuację wcześniej ustalonej polityki dywidend.

Jak wspomniano, o ile forma zapisu polityki dywidend w prospekcie emisyjnym jest istotna, to ważniejsza jest faktyczna realizacja tego zapisu. Kolejnym obszarem prezentowanych badań była weryfikacja poziomu realizacji deklaracji spółek w zakresie dywidendy zawartych w prospektach emisyjnych. Sposób ujęcia deklarowanej polityki dywidendy przez niektóre spółki uniemożliwia jednak ich weryfikację. Dotyczy to spółek, których deklaracje w zakresie dywidendy mają charakter jedynie opisowy. Analizą objęto zatem te spółki, które w prospektach emisyjnych deklarowały określony poziom wypłacanej w przyszłości dywidendy.

Zapisy przyszłej polityki dywidend zawarte w prospektach emisyjnych nie stanowią zobowiązań spółek w tym zakresie, a jedynie deklaracje określonego podejścia do dzielenia się z właścicielami wypracowaną wartością. Nie oznacza to jednak, że zarządy mogą zamieszczać w prospektach dowolne zapisy, nie odnosząc się do nich w decyzjach podejmowanych w kolejnych latach. Akcjonariusze mają prawo zakładać, że zarządy spółek, mając największą wiedzę o spółkach i określone wizje ich rozwoju, potrafią dostosować deklaracje w zakresie

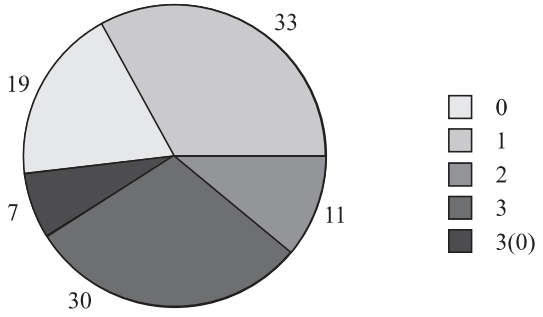
podziału zysku do przewidywanych potrzeb kapitałowych spółek w kolejnych latach. Z tego powodu postępowanie spółek sprzeczne z deklaracjami zawartymi w prospektach emisyjnych należy uznać albo za brak kompetencji zarządów, albo też za lekceważenie akcjonariuszy. Ten drugi przypadek wynikać może z niefrasobliwego, nierzetelnego podejścia do zapisów prospektu lub wręcz ze stosowania świadomej dezinformacji przyszłych akcjonariuszy. Należy zauważyć, że za brak realizacji zapisów polityki dywidend należy uznać nie tylko wypłatę dywidend niższych od zapisów (lub brak tej wypłaty pomimo odmiennych deklaracji), ale też wypłatę dywidend wyższych, niż deklarowano. Inwestor, nabywając akcje spółki, odnosi się do określonej strategii spółki, której częścią jest polityka dywidend. Inwestując w akcje spółki, która deklaruje brak dywidend, ma na uwadze inny rodzaj dochodów, niż inwestując w akcje spółki dywidendowej. Zmiana polityki dywidend w okresie inwestycji, również przekroczenie zakładanej stopy dywidendy, oznacza z jego punktu widzenia niespełnienie założeń inwestycji.

Z badanej grupy spółek 27 zapisało w prospekcie emisyjnym określony poziom deklarowanej dywidendy. Niemal wszystkie z nich (poza jedną) deklarowały poziom dywidendy w postaci stopy liczonej jako iloraz wartości dywidendy i zysku netto, określały więc, jaką część wypracowanego zysku netto będą wypłacać akcjonariuszom. Tym samym zarządy tych spółek nie wyznaczały potencjalnego zysku (i stopy zwrotu) inwestorów, ale strategię kapitałową i zarządzania wartością. Ponieważ zdecydowana większość spółek wskazywała horyzont czasowy zawartej w prospektach polityki dywidend na trzy lata, w trakcie badań zanalizowano decyzje dywidendowe spółek w trzech kolejnych latach, począwszy od daty opublikowania prospektu emisyjnego. Sprawdzono przy tym, w ilu z analizowanych lat stopa wypłaty dywidendy zgadzała się z deklaracjami zawartymi w prospektach. Jeśli deklaracja wypłat dywidendy była określona widełkowo, przyjęto, że wypłata musi mieścić się w podanych widełkach procentowych. Jeśli deklaracja była wyrażana określonym poziomem stopy, dopuszczono odchylenie faktycznej wypłaty do 20%[19] stopy deklarowanej.

Przyjęto, że spółka zrealizowała swoje deklaracje w zakresie wypłat dywidendy, jeśli co najmniej dwa razy w ciągu trzech lat wypłaciła dywidendę zgodnie z deklaracjami. Warunek ten spełnia większość (56%) badanych spółek (wykres 1). W tej grupie mieszczą się jednak spółki, które deklarowały (i zrealizowały) brak wypłaty dywidend, stanowiąc 19% badanej populacji i 34% spółek, które zachowały się zgodnie z deklaracjami zawartymi w prospektach. Pomijając w obliczeniach tę grupę spółek, okazuje się, że zgodnie z deklaracjami zachowało się 45% spółek. Jednocześnie tylko dwie spółki (7% badanych) konsekwentnie stosowały politykę dywidendy przez trzy lata.

[19] Nie punktów procentowych.

Wykres 1. Struktura spółek według liczby lat, w których spełniały deklaracje z prospektów IPO dotyczące wypłaty dywidendy (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Powyższe dane nie dają jednoznacznego obrazu podejścia spółek do polityki dywidend w prospektach emisyjnych. Około połowy spółek respektuje własne deklaracje w tym zakresie. Wydawałoby się, że taki wynik nie pozwala na prostą ocenę zachowania spółek. Należy jednak uznać, że zebrane informacje wskazują na jednoznacznie lekceważący stosunek spółek do zapisów prospektów, a zatem i do akcjonariuszy. Warto zwrócić uwagę, że co trzecia spółka ani razu nie spełniła deklaracji, nawet w roku, w którym deklaracje te zapisywała w prospekcie. Jest to największa grupa spółek z wyróżnionych na wykresie 1. Przedstawione dane można porównać (odnosząc je do pojedynczego przedsiębiorstwa) do sytuacji, w której co trzeci pracownik w przedsiębiorstwie w ogóle nie wykonuje swoich zadań i jeszcze kolejne 11% pracowników wykonuje je sporadycznie. Nietrudno sobie wyobrazić, jaka przyszłość czekałaby takie przedsiębiorstwo. Tymczasem adekwatny do opisanej sytuacji obraz przedstawia prezentowany wykres 1.

Powstaje pytanie, czy skłonność do respektowania deklaracji polityki dywidend zawartych w prospektach zależy od rodzaju spółki. W tym celu podzielono badane spółki na trzy grupy wielkości, zgodnie z przynależnością do trzech indeksów giełdowych. Na bazie tego podziału ustalono strukturę spółek adekwatną do tej przedstawionej na wykresie 1, z podziałem na trzy grupy wielkości (tabela 2). Należy zaznaczyć, że wnioski z analizy tak wyznaczonej struktury nie mogą być uogólniane ze względu na małą próbę badawczą, mogą jednak wskazać na istnienie bądź brak pewnych zależności.

Dane prezentowane w tabeli 2 dają zaskakujący obraz. Najmniej rzetelne podejście do własnych deklaracji mają najmniejsze spółki. Można uznać, że statystycznie wraz ze spadkiem wielkości spółki rosną związki między właścicielami i zarządem. Im mniejsza spółka, tym częściej zarządza nią jeden z właścicieli lub osoba blisko z nim związana. W takich spółkach konflikt właścicieli i zarządu w zakresie wypłat dywidend powinien występować względnie rzadko, dlatego

ustalanie polityki dywidend wydaje się w nich najłatwiejsze. Niezgodność faktycznie wypłaconych dywidend z deklaracjami zawartymi w prospektach emisyjnych powinna więc być tym mniejsza, im mniejsza jest spółka.

Tabela 2. Liczba spółek według liczby lat, w których spełniały deklaracje z prospektów IPO dotyczące wypłaty dywidendy, w podziale na spółki różnych indeksów

Liczba lat realizacji deklaracji dotyczących dywidendy	Spółki indeksu WIG20	Spółki indeksu mWIG40	Spółki indeksu sWIG 80
0	1	1	7
1	2	0	1
2	1	4	3
3, w tym:	2	2	3
spółki niewypłacające dywidendy	2	1	2
Razem	6	7	14

Źródło: opracowanie własne.

Wyjaśnienie wskazanej sytuacji może być dwojakie. Przede wszystkim opisane wyżej związki właścicieli z zarządem mogą występować w praktyce w jeszcze mniejszych spółkach, niezaliczanych do indeksu małych spółek, więc nie mają odzwierciedlenia w prezentowanych danych. Innym wytłumaczeniem jest brak skłonności właścicieli do respektowania deklaracji zapisanych w prospekcie w sytuacji, kiedy jednoosobowo (lub jednopodmiotowo) posiadają pakiet kontrolny, co często ma miejsce w mniejszych spółkach. Odpowiedź na pytanie, które z powyższych wyjaśnień są prawidłowe, wymaga jednak pogłębionych analiz.

Niewielka liczba analizowanych podmiotów z indeksu dużych i średnich spółek może powodować zaburzenie faktycznego obrazu sytuacji, ale wydaje się, że to średnie spółki najpoważniej traktują zapisane w prospektach deklaracje. Tylko jedna z analizowanych spółek tej grupy nie respektowała własnych deklaracji, przy czym warto zaznaczyć, że w jej przypadku rzeczywista stopa wypłaty dywidendy znacznie przewyższała deklaracje. Wydaje się, że średnie spółki zachowują się najbardziej rynkowo i, co jest tego konsekwencją, najpoważniej traktują akcjonariuszy. Ich struktury są bardzo sformalizowane, a jednocześnie stosunkowo rzadziej, niż ma to miejsce w największych grupach kapitałowych, w ich działalność wkracza polityka. Największe z analizowanych spółek niemal w ogóle nie respektują zapisów prospektów emisyjnych w zakresie polityki dywidend[20]. Należy uznać, że olbrzymi wpływ na taką sytuację mają ich związki z polityką. Głównym właścicielem trzech z sześciu spółek tej grupy jest

[20] Uwzględniając fakt, że dwie badane spółki z WIG20, które dotrzymały deklaracji, deklarowały brak wypłaty dywidendy.

skarb państwa. W spółkach zależnych od państwa polityka dywidend jest ściśle uzależniona od uwarunkowań gospodarczych, co samo w sobie jest pozytywnym zjawiskiem. Niestety nie chodzi w tym przypadku o uwarunkowania działalności spółki, ale o sytuację budżetową. W rezultacie deklarowana w prospekcie polityka dywidend jest stosowana wybiórczo. Biorąc pod uwagę trzy pierwsze lata notowań, we wspomnianych trzech spółkach dywidenda była aż w sześciu przypadkach znacznie wyższa (od 25 pp do 88 pp) niż deklarowano w prospektach. Na szczęście, z punktu widzenia inwestora, taka niepewność jest z reguły kompensowana wyższą od deklarowanej dywidendą.

Podsumowanie

Rozwój rynków giełdowych spowodował, że dla większości inwestorów dywidenda stała się mniej istotną składową efektywności inwestycji w akcje. Jednocześnie pozostaje ona podstawowym sposobem przekazywania właścicielom wygenerowanej wartości i dlatego jej rola w relacjach między zarządzającymi a właścicielami jest niepodważalna. Ponadto wciąż pozostaje grupa inwestorów, których strategia opiera się na inwestowaniu w spółki dywidendowe. Polityka dywidend powinna być więc ważnym elementem relacji inwestorskich. Prezentowane badania wskazują, że spółki wciąż traktują tę sferę relacji inwestorskich jako zbędny obowiązek, który muszą realizować.

Regulacje prawne, poza określeniem obowiązku prezentacji polityki dywidend w prospekcie emisyjnym, nie zawierają szczegółowych wytycznych. Przeprowadzona analiza wskazuje, że[21]:

1. Większą część miejsca przeznaczonego w prospektach na prezentację polityki dywidend zajmują cytaty lub omówienia zapisów z KSH odnoszące się do dywidendy w spółkach akcyjnych.

2. Polityka dywidend jest zazwyczaj opisana precyzyjnie, ale bardzo syntetycznie. Precyzja ta obniża się wraz z wielkością spółki.

3. Niemal wszystkie spółki opatrują deklaracje zawarte w polityce dywidend zastrzeżeniami wyjaśniającymi przyczyny ewentualnego niedotrzymania zapisów tej polityki. Zastrzeżenia te odnoszą się do wewnętrznych i zewnętrznych uwarunkowań działalności spółki w przyszłości.

O ile prezentacja polityki dywidend w prospekcie wymuszona jest przez regulacje prawne, o tyle realizacja tej polityki mieści się już jedynie w sferze dobrych obyczajów biznesowych. Podejście spółek do tej materii jest z reguły bardziej liberalne. Odzwierciedlenie w rzeczywistości ma około połowy zapisów

[21] Wszystkie uwagi dotyczą zapisów w prospektach emisyjnych.

zawartych w prospektach emisyjnych. Większy odsetek spółek respektujących zapisy prospektów występuje jedynie wśród spółek średniej wielkości.

Przeprowadzone badania wskazują jednoznacznie, że inwestorzy, którzy uznają dywidendę za istotną składową stopy zwrotu z inwestycji nie powinni sugerować się zapisami prospektów emisyjnych. Strategie oparte na spółkach dywidendowych muszą być poprzedzone szczegółowym prześledzeniem historii polityki dywidend poszczególnych spółek.

Literatura

Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.

Gregory A., *Public Relations w praktyce*, WPSB, Kraków 1997.

Jansen M.C., Murphy K.J., *Performance Pay and Top Management Incentives*, „Journal of Political Economy" 1990, Vol. 98, No. 2.

Mikołajek-Gocejna M., *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

Myers S., Majluf N., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics" 1984, Vol. 13, No. 2, www.unihohenheim.de/fileadmin/einrichtungen/bank/Investment_Banking/myers_majluf_1984.pdf [2.09.2014].

Nawrot W., *Emisja akcji w Polsce w nowej perspektywie europejskiej. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2006.

Niedziółka D.A., *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008.

Ostrowska E., *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007.

Podedworna-Tarnowska D., *Emisja akcji uprzywilejowanych, w: Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.

Poradnik inwestora. Jak czytać prospekt emisyjny, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2007, www.bgz.pl/downloads/biuro_maklerskie/Edukacja/Jak_czytac_prospekt.pdf [3.09.2014].

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. nr 184, poz. 1539.

Dividend Policies Pursued by Companies vs. Information Published in Issue Prospectuses – Research Findings

***Abs*tract.** *This paper explores the subject of dividend policies declared by companies prior to a public share issue, with emphasis on the relationships between policy statements published in*

prospectuses and subsequent actual dividend payments. It examines the structure, as well as some of the other characteristics of an issue prospectus, which is the primary source of information about the issuer, its current economic and financial condition and its future plans, including dividend payments. The authors present the findings of research that covered the component companies of the WIG20, sWIG and mWIG indexes and investigated how, between 2002 and 2013, dividend policies were described in prospectuses and to what extent they were observed over the 3-year period following the share issue.

Keywords: *dividend policy, prospectus, issuer, stock exchange, public company*