

ZNACZENIE POLITYKI DYWIDEND

1. Wstęp

Na rozwiniętych rynkach kapitałowych, polityka dywidend jest istotnym elementem polityki finansowej przedsiębiorstwa. Istnieje wiele teorii opisujących wpływ polityki dywidend na wycenę spółki. Ekonomiści wciąż spierają się czy wypłata dywidendy ma wpływ na cenę akcji, a jeżeli tak, to czy wpływ ten jest pozytywny czy negatywny. Nie udało się również określić optymalnej wysokości dywidendy, co ma bezpośredni związek ze strukturą kapitału i sposobem jego pozyskiwania. Co ciekawe każdy z praktyków rynków kapitałowych jest w stanie bez najmniejszego zawahania określić wpływ obniżenia stopy dywidend przez spółkę na giełdzie - wiązało się to będzie ze spadkiem kursu. Podobnie ogłoszenie wyższej stopy dywidend spowoduje wzrostu cen akcji. Nie można więc stwierdzić, że określenie wysokości wypłacanych zysków jest bez znaczenia dla akcjonariuszy, co znajduje odzwierciedlenie w wycenie akcji. Problem polega jednak na określeniu, czy zmiana cen pod wpływem określenia wysokości dywidendy nie jest tylko krótkoterminową reakcją rynku, która nie ma wpływu na wycenę spółki w dłuższym terminie. Jak wskazują dane historyczne przedstawione w tabeli 1, średnia wielkość wypłacanych dywidend w amerykańskich spółkach w latach 1971-1992 nigdy nie spadła poniżej 40% zysku po opodatkowaniu.

Tabela 1

Procent wypłacanych zysków w postaci dywidend

Rok	Dywidendy/zysk (%)
1971	45
1972	42
1973	45
1974	58
1975	42
1976	43
1977	40
1978	40
1979	46
1980	64
1981	69
1982	79
1983	60
1984	49
1985	50
1986	67
1987	55
1988	51

1989	61
1990	63
1991	57
1992	57

Źródło: opracowane na podstawie Economic Report of the President 1994.

Skoro jednak spółki decydują się na wypłacanie dywidend, to muszą mieć z tego jakąś korzyść. Wiele innych badań empirycznych potwierdza wpływ polityki dywidend na wycenę i jej znaczenie dla akcjonariuszy. Jest to szczególnie widoczne na rozwiniętych rynkach kapitałowych, gdzie spółki prowadzą długoterminową, stabilną politykę dywidend. Na rynkach rozwijających się, takich jak Polska, spółki najczęściej nie planują stopy wypłacanych dywidend na kilka lat. Można jednak oczekiwać, że wraz z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, nasz rynek będzie się nadal rozwijał i konkurował z innymi giełdami w regionie. Konkurencja na rynku wymusi poprawę jakości polityki spółek względem akcjonariuszy, między innymi prowadzenie jasnej i stabilnej polityki dywidend.

Zgodnie z wynikami badań empirycznych, wysokość wypłacanej dywidendy ma znaczenie dla akcjonariuszy. Świadczy o tym sam fakt wypłacania przez spółki dywidend oraz występowanie krótkoterminowych wahań cen powiązanych ze zmianą wysokości wypłacanego zysku. W związku z tym warto przyrzeć się dokładniej teoriom wyjaśniającym wpływ wysokości wypłacanej dywidendy na wycenę spółki.

2. Polityka dywidend a założenia rynku doskonałego

2.1. Nieistotność polityki dywidend w modelu Millera-Modiglianiego.

Model Millera - Modiglianiego jest jednym z ważniejszych podejmujących problem polityki dywidend. Zakłada on brak wpływu wielkości wypłacanego zysku na wartość spółki, co stoi w sprzeczności z przytoczonymi wcześniej badaniami empirycznymi, jednak nie sposób pominąć rozważań tych dwóch naukowców. Wiele innych teorii wyjaśniających wpływ dywidend na decyzje akcjonariuszy budowane są na podstawie modelu MM.

Podstawą teorii MM jest istnienie rynku doskonałego przy założeniu:

- braku podatków
- braku kosztów transakcyjnych
- doskonałej płynności
- bez asymetrii informacji.

Przy tych założeniach można stwierdzić, że wielkość dywidendy, czyli sposób podziału zysku nie ma wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Kluczowe w teorii MM jest założenie braku związku polityki dywidend z inwestycjami. Każde przedsiębiorstwo może pozyskać kapitał na inwestycje z zysku, emisji nowych akcji lub w postaci długu. Możliwość pozyskania potrzebnego kapitału na rynku bez ponoszenia dodatkowych kosztów sprawia, że decyzje dotyczące przeznaczenia wypracowanego zysku nie mają wpływu na wielkość inwestycji. Obecna wartość przedsiębiorstwa wynika z bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych. Te uzależnione są od inwestycji, które jak zauważono wcześniej nie mają związku z polityką dywidend. Przedstawiony tok rozumowania prowadzi również do innego bardzo ważnego wniosku, czyli braku wpływu polityki dywidend na strukturę kapitału.

Najsłabszym punktem teorii MM jest założenie rynku doskonałego. Założenia te można w bardzo prosty sposób podważyć, dlatego też powstało wiele modyfikacji wyżej wymienionej teorii.

2.2. Formuła Farrara – Selwyna oraz wpływ podatków na politykę dywidend

Farrar i Selwyn zajmowali się badaniem zagadnień struktury kapitału w modelu Millera-Modiglianiego. Jeden z przypadków rozpatruje problem podziału zysku przy założeniu zróżnicowanego opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych. Zauważyli oni, że dochód akcjonariuszy można przedstawić w następujący sposób:

- przy założeniu wypłacania całego zysku w postaci dywidendy

$$Y = [(EBIT - id_c)(1 - T_c) - id_p](1 - T_d)$$

- przy założeniu nie wypłacania dywidendy i natychmiastowej realizacji zysków z tym związanych:

$$Y = [(EBIT - id_c)(1 - T_c)](1 - T_g) - id_p(1 - T_d)$$

gdzie:

Y – dochód otrzymywany przez akcjonariusza będącego osobą fizyczną na 1 akcje,
 EBIT - poziom zysku przed opodatkowaniem i odsetkami,
 dc – wielkość długu zaciągniętego przez spółkę na 1 akcje,
 i – oprocentowanie długu, zaciągniętego przez spółkę i akcjonariusza,
 dp – wielkość długu zaciągniętego przez osobę fizyczną na 1 akcje,
 Tc - stawka podatku dochodowego od osób prawnych,
 Td - stawka podatku dochodowego z dywidend od osób fizycznych,
 Tg – opodatkowanie zysków kapitałowych w podatku dochodowym od osób fizycznych.

Można zauważyć, że jeżeli pozostałe założenia modelu MM są spełnione, to spółka bez żadnego wpływu na proces inwestycyjny może wypłacić zysk w postaci dywidend lub go zatrzymać. Przy założeniu różnicy w opodatkowaniu, wybór ten nie jest obojętny dla akcjonariuszy. W przypadku gdy stawka podatku od dywidend jest wyższa od podatku od zysków kapitałowych korzystniejsze jest zatrzymanie zysku. Inwestor będzie mógł wtedy zrealizować zyski związane ze wzrostem kursu akcji (sytuacja opisywana przez równanie drugie). Sytuacja dokładnie odwrotna ma miejsce w przypadku gdy $T_g > T_d$. Wtedy dla inwestora bardziej opłacalne jest otrzymanie dywidendy.

Problem wpływu opodatkowania badany był przez wielu ekonomistów, którzy na bazie modelu MM starali się pokazać ich wpływ na politykę dywidend. Jeden z poglądów, przedstawiony przez Eltona i Grubera, rozpatruje różne opodatkowanie osób fizycznych i powstanie „efektu klienteli”. Autorzy tej koncepcji twierdzą, że inwestorzy na rynku kapitałowym wybierają te aktywa, które przynoszą dochody najbardziej odpowiadające ich opodatkowaniu (stawka i różnego rodzaju zwolnienia).

2.3. Wpływ asymetrii informacji na politykę dywidend

Jak już wcześniej zauważyliśmy model MM opiera się na założeniach istnienia rynku doskonałego. W poprzednim paragrafie poruszyliśmy problem opodatkowania, z którym wiążą się różnego rodzaju preferencje co do polityki dywidend. Równie istotny wpływ na jej kształt ma istnienie asymetrii informacji. Na rynku doskonałym wszyscy uczestnicy mają dostęp do tych samych informacji bez ponoszenia kosztów ich uzyskania. W rzeczywistości

warunki te nie są spełnione. Menadżerowie zarządzający przedsiębiorstwem posiadają najczęściej najlepszy dostęp do informacji o stanie spółki. Podobnie, duzi inwestorzy instytucjonalni posiadają znaczącą przewagę nad posiadaczami małych pakietów akcji. Nie można również pominąć kosztów pozyskania informacji, które mogą być znaczne.

Ekonomiści badający zagadnienie polityki dywidend w środowisku o nierównym dostępie do informacji wychodzili z założenia, że niesie ona ze sobą istotne informacje dla inwestorów, które nie mogą być przekazane w inny tańszy sposób. Jeżeli przyjmiemy, że wyższa stopa dywidendy oznacza wyższe zyski w przyszłości, to tą samą informację można przekazać w postaci podwyższenia prognoz zysku. Przedstawienie lepszych prognoz nic jednak nie kosztuje, stąd inwestorzy mogą przywiązywać do tego mniejszą wagę niż do zapowiedzi wypłacenia większej dywidendy.

Funkcja informacyjna dywidend dosyć wcześnie przedstawiona została przez Millera i Modiglianiego, jednak jej bardziej dynamiczny rozwój nastąpił w późniejszych latach za sprawą Bhattacharya (1979 r.), Millera i Rocka (1985 r.) oraz Johna i Williamsa (1985 r.).

Pierwszy z nich przedstawił na końcu lat 70-tych dwuetapowy model, w którym menadżerowie postępują zgodnie z interesem akcjonariuszy. Rozpatruje on przypadek, w którym w momencie zero menadżer decyduje się na inwestycje. W przeciwieństwie do akcjonariuszy, zarządzający zna przewidywaną stopę zwrotu z inwestycji. W momencie zero menadżer jest również zobowiązany do ustalenia poziomu dywidendy, która zostanie pokryta z zysków z inwestycji. Ponieważ zyski z inwestycji będą przeznaczone na wypłatę dywidendy, jej wysokość jest jedynym wyznacznikiem rentowności inwestycji dla akcjonariuszy. Bardzo istotnym założeniem jest konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z pozyskaniem kapitału z rynku. W związku z tym, jeżeli przedsiębiorstwo ustaliło zbyt wysoki poziom dywidendy, zmuszone będzie do poniesienia dodatkowych kosztów związanych z pozyskaniem kapitału. Bhattacharya zakłada, że w momencie 1 po wypłaceniu dywidendy firma zostanie sprzedana nowym akcjonariuszom. Nowi właściciele będą zainteresowani zyskownością inwestycji w momencie 2. Menadżerowie mogą sygnalizować przyszłe zyski spółki przez ustalanie dywidend, na podstawie których inwestorzy (nie mający informacji o rentowności inwestycji) będą wyceniali spółkę. Jeżeli zysk z inwestycji nie będzie wystarczający, konieczne będzie ponoszenie dodatkowych kosztów. Spółki mogą starać się oszukać inwestorów przez wyznaczanie wyższej dywidendy, nie wynikającej z przewidywanych zysków z inwestycji. Spółki o dobrych projektach będą ustalały dywidendy na tyle wysokie, aby słabsze firmy musiały ponosić znaczne dodatkowe koszty przy tym samym poziomie wypłacanego zysku. Przy odpowiednio wysokich dywidendach dodatkowe koszty przekroczą zyski związane z wyższą wyceną akcji przez akcjonariuszy. Biorąc pod uwagę działanie menadżera zgodnie z interesami akcjonariuszy postępowanie takie nie będzie optymalne. W związku z tym można wnioskować, że dywidendy niosą istotne informacje o rentowności inwestycji prowadzonych przez przedsiębiorstwo.

Model Bhattacharya był dość mocno krytykowany ze względu na trudne do zinterpretowania założenia. Znacznie lepszy pod tym względem wydaje się być model Millera i Rocka, który nie zakłada na przykład konieczności ustalania poziomu dywidend z wyprzedzeniem. Podobnie jak w poprzedniej teorii, przyjmujemy że akcjonariusze nie znają poziomu przewidywanej rentowności inwestycji. Po czasie t przedsiębiorstwo uzyskuje pewien zysk z inwestycji, z którego finansuje inwestycje i dywidendy. Obserwatorzy zewnętrzni nie znają jednak ani poziomu inwestycji ani poziomu zysku. Mogą jedynie domniemywać o ich wysokości na podstawie dywidend. Przedsiębiorstwa o niskiej rentowności mogą starać się sugerować wyższe zyski przez wypłacanie większej części zysków, redukując jednocześnie plany inwestycyjne. Wiązało się to będzie z niższymi zyskami w przyszłości. Podobnie jak w poprzednim przykładzie przedsiębiorstwa o lepszej

kondycji, mogą przeciwdziałać takiemu postępowaniu. Aby odróżnić się od firm gorszych, będą ustalały dywidendy na znacznie wyższym poziomie nieopłacalnym dla mniej zyskowych konkurentów. Oznacza to, że poziom dywidend niesie dla akcjonariuszy istotne informacje.

Wyżej wymienione modele wyjaśniają mechanizm postrzegania przez inwestorów dywidend jako informacji na temat przyszłej kondycji spółki. Na ich podstawie nie można jednak stwierdzić dlaczego przedsiębiorstwa rzadziej stosują innego rodzaju sposoby podziału zysku (np. odkupywanie własnych akcji). Problem ten podejmuje model przedstawiony przez Johna i Williama. Rozpatrywali oni sytuacje w której menadżer działa zgodnie z interesem akcjonariuszy. Dodatkowo udziałowcy muszą utrzymywać pewien poziom płynności poprzez sprzedawanie części akcji lub uzyskiwanie dywidend. Zgodnie z warunkiem asymetrii informacji tylko zarządzający zna prawdziwą wartość spółki (posiada najlepsze informacje na ten temat). Jeżeli spółka jest niedowartościowana, to w przypadku braku dywidendy akcjonariusze zmuszeni do utrzymywania pewnego poziomu płynności będą sprzedawać akcje po zaniżonej cenie. W takiej sytuacji zarząd powinien wypłacić dywidendę, co pozwoli ograniczyć sprzedaż niedowartościowanych akcji. Udziałowcy odniosą w tym wypadku dodatkową korzyść w postaci większego zainteresowania ze strony innych inwestorów akcjami firmy i ostatecznie wzrostu jej ceny (zastosowanie dywidendy jako informacji o niedowartościowaniu spółki). Czynnikiem negatywnym jest konieczność poniesienia kosztów w postaci podatków. Jeżeli sytuacja jest odwrotna – spółka jest przewartościowana – akcjonariusze preferowali będą sprzedaż przewartościowanych akcji niż otrzymanie kosztownej dywidendy. Oznaczało to będzie, że zarząd postępujący zgodnie z interesem akcjonariuszy zdecyduje się na zastosowanie wykupu własnych akcji. Akcjonariuszy zrealizują w ten sposób zyski kapitałowe. Model Johna i Williama w najlepszy sposób wyjaśnia mechanizm wypłacania dywidend. W przeciwieństwie do poprzednich modeli ujmuje on zarówno problem opodatkowania jak również wyboru między wypłatą dywidend i wykupem akcji. Słabą stroną modelu jest wyeliminowanie możliwości korzystania z długu przez akcjonariuszy i spółkę.

Problematyka sygnalizowania przez politykę dywidend stanowiła przedmiot wielu testów empirycznych. Starano się zbadać trzy hipotezy:

- zmiany poziomu dywidend powinny wyprzedzać zmiany zysków w tym samym kierunku
- zmiany poziomu dywidend powinny wyprzedzać rewizje rynkowych oczekiwań co do przyszłych zysków
- niespodziewane zmiany dywidend powinny powodować zmianę kursu akcji w tym samym kierunku.

Każdy z tych warunków jest koniecznym, ale nie wystarczającym do potwierdzenia słuszności twierdzenia. Niestety pierwszych dwóch z tych hipotez nie udało się bezsprzecznie potwierdzić¹. Istnieje natomiast wiele prac empirycznie dowodzących istnienia trzeciej z tych zależności.

2.4. Koszty transakcyjne i koszty agencji

Następnym z nierzeczywistych założeń rynku doskonałego jest brak kosztów transakcyjnych. Ich istnienie jest bardzo istotne z punktu widzenia polityki dywidend, jednak nie można jednoznacznie określić wpływu tego czynnika.

Szczególnie istotne są koszty związane z pozyskiwaniem kapitału. Jeżeli zysk firmy jest niewystarczający na opłacenie dywidend i inwestycji, zmuszona ona jest do pozyskania

¹ F. Allen, R. Michaely. Dividend Policy - R. Jarrow et al., Eds., Handbooks in OR&MS Vol. 9, 1995 Elsevier Science B.V., Rozdział 25,

kapitału zewnętrznego. Jest to najczęściej operacja bardzo kosztowna, w szczególności dla spółek małych i ryzykownych, co jest argumentem za ograniczeniem wypłacania dywidend.

Istnieje jednak hipoteza, po raz pierwszy zaprezentowana w 1982 roku przez Rozeffa, zgodnie z którą istnienie dywidend obniża koszty agencji poprzez niwelowanie asymetrii informacji między menadżerem a akcjonariuszami. Autor hipotezy wyjaśnia, że wypłacanie wysokich dywidend zmusi zarządzającego do szukania innych źródeł finansowania. Proces ten będzie wiązał się z ponoszeniem dodatkowych kosztów, jednak stanowił będzie również cenne źródło informacji o stanie spółki. Przyglądając się warunkom nowych emisji akcji czy też długu akcjonariusze będą w stanie wyciągnąć wnioski na temat obecnej sytuacji przedsiębiorstwa. Hipoteza ta wyjaśnia co prawda przyczynę dla jakiej część zysku zostaje wypłacona akcjonariuszom, nie podejmuje jednak innych ważnych problemów. Trudno na podstawie kosztów agencji wyjaśnić powody, dla których obniżenie lub podwyższenie dywidend powoduje odpowiednią reakcję ceny akcji.

3. Teoria Shefrina i Statmana – zerwanie z ekonomią neoklasyczną

Wszystkie dotychczasowe modele prezentowane w tej pracy opierały się na neoklasycznym założeniu maksymalizacji zysków. Shefrin i Statman przedstawili hipotezę, która opiera się na teorii behawioralnej. Wyszli oni z założenia, że ludzie mają trudności z zachowaniem racjonalnym gdy mają problemy osiągnięciem celu, na którym im zależy. Przykładem takiego zachowania jest palenie papierosów oraz stosowanie różnego rodzaju kosztownych kuracji odwykowych. Znacznie lepszym rozwiązaniem było by po prostu rzucenie palenia. Problem ten można przedstawić za pomocą konfliktu między agentem (agent) i nadzorującym (principal). Nadzorujący odpowiada za długoterminowe plany jednostki. Jednak to agent decyduje o czynnościach. Jeżeli jednostka nie ma silnej woli, to jedynym sposobem na realizowanie długoterminowego celu jest wyeliminowanie możliwości wyboru agenta. Właśnie w ten sposób Shefrin i Statman uzasadniają wypłacanie dywidend. Ich hipoteza oparta jest na teorii „samokontroli” i „awersji do żałowania”.

Sugerują, że inwestorzy indywidualni będą preferowali dywidendy od zysków kapitałowych, gdyż dzięki temu nie będą musieli podejmować decyzji co do ilości sprzedawanych akcji. W momencie realizowania zysków zawsze istnieje pokusa do zwiększenia konsumpcji poprzez sprzedaż większej części akcji. Dlatego też jednostki o słabej woli (niski poziom samokontroli) będą preferowały akcje wypłacające dywidendy. Przeprowadzając to rozumowanie można również zwrócić uwagę na fakt ponoszenia dodatkowych kosztów związanych ze sprzedażą akcji. Chodzi tutaj nie tylko o prowizje, ale również koszty związane z poświęceniem czasu na podjęcie decyzji o sprzedaży odpowiedniej ilości akcji w odpowiednim momencie. Wiąże się to z drugim elementem hipotezy, czyli awersją do żałowania, którą można przedstawić przez porównanie dwóch wyborów²

1. Otrzymujesz 600 USD w postaci dywidendy i kupujesz zestaw telewizyjny.
2. Sprzedajesz akcje za 600 USD i kupujesz zestaw telewizyjny.

Przyjmijmy że następnego dnia cena akcji znacząco wzrasta. W warunkach rynku doskonałego obie operacje są tożsame. Jednak większość ludzi będzie miała znacznie gorsze samopoczucie po sprzedaniu akcji ze względu na świadomość, że następnego dnia ceny poszły w górę. Osoba, która otrzymała dywidendę nie będzie miała wyrzutów związanych z nie zainwestowaniem otrzymanej dywidendy.

Teoria ta wyjaśnia przyczynę preferowania dywidend przez inwestorów indywidualnych. Podobnie jak teoria kosztów agencji, rozumowanie Shefrina i Statmana nie

² A.C. Shapiro, S.D. Balbiere, *Modern Corporate Finance – multidisciplinary approach to value creation*, str. 552, rozdział 15.

podejmuje problemu wahań cen związanych ze zmianą poziomu dywidend. Kierując się tą hipotezą można też zauważyć, że problem samokontroli i awersji do żałowania nie dotyczy inwestorów instytucjonalnych. W związku z tym na rynkach gdzie rola małych inwestorów zmniejsza się na rzecz funduszy inwestycyjnych, co można zaobserwować na rynku amerykańskim w ostatnich kilkunastu latach, zmniejszać się powinien również poziom wypłacanych dywidend. Sytuacja jest jednak dokładnie odwrotna. W latach 70-tych spółki wypłacały nie więcej niż 45% swoich zysków w postaci dywidend (nie licząc roku 74 gdy wypłata wyniosła powyżej 50%). Tymczasem na początku lat 90-tych wypłaty nie spadały poniżej 50% (patrz tabela 1).

Istnieje wiele innych teorii, które starają się wyjaśnić zagadnienie polityki dywidend. W jednej z nich autorzy zwracają uwagę na ograniczenia w dysponowaniu środkami przez fundusze. Niektóre z nich mogą jedynie dysponować zyskami wypłacanymi w formie dywidend, co ma ograniczyć ryzyko podejmowane przez zarządzających. Inny tok rozumowania przedstawili Benjamin Graham i David Dott. Twierdzili, że inwestorzy przy wycenie powinni stosować wyższy mnożnik do dywidend niż do zysków kapitałowych. Uzasadnieniem takiego postępowania miała być większa pewność uzyskania dywidendy niż zysków kapitałowych.

4. Podsumowanie

Istniejące teorie nie są w stanie jednoznacznie wyjaśnić zagadnień związanych z polityką dywidend. Jest to temat będący w kręgu zainteresowań i badań wielu ekonomistów. Doświadczenia empiryczne również nie dają jednoznacznych odpowiedzi na podstawowe pytania dotyczące dywidend. Nie można jednak powiedzieć, że prowadzone dotąd prace na tym zagadnieniu były bezowocne. Wiedza jaką uzyskaliśmy pozwala na wyróżnienie kilku podstawowych pytań jakie powinien zadać sobie zarząd przy ustalaniu wysokości dywidendy³.

Pierwszym podstawowym zagadnieniem, na jakie powinniśmy zwrócić uwagę to nasze projekty inwestycyjne. Długoterminowa polityka dywidend powinna uwzględniać przyszłe zapotrzebowanie spółki na kapitał. Jeżeli widzi ona możliwości realizowania wielu zyskowych projektów inwestycyjnych to powinna zapewnić sobie środki po jak najniższym koszcie. Wysokie dywidendy oznaczają konieczność korzystania z dużej dźwigni finansowej, co automatycznie powoduje wzrost kosztu długu. Po osiągnięciu pewnego poziomu zadłużenia spółka może nawet mieć problemy z otrzymaniem kolejnych kredytów. Stąd też bardziej korzystne w takim wypadku jest zatrzymywanie większej części zysków. Odwrotne postępowanie jest optymalne w przypadku braku zyskowych projektów inwestycyjnych. W takim przypadku najkorzystniejsze dla akcjonariuszy będzie wypłacenie dywidendy.

W przypadku ustalania wysokości dywidendy ważne jest, aby jej poziom nie zmieniał się zbyt często. Obniżenie stopy dywidendy jest zazwyczaj bardzo źle odbierane przez rynek, dlatego spółki najczęściej ustalają ją na takim poziomie, aby nie trzeba było jej zmieniać w razie chwilowego spadku koniunktury. Długoterminowe ustalanie dywidendy jest bardzo istotne z punktu widzenia informacyjnej funkcji tego instrumentu. Stabilna polityka dywidend stanowi bardzo ważne źródło informacji dla akcjonariuszy.

Następnym elementem, na który należy zwrócić uwagę, jest rodzaj akcjonariuszy. Chodzi tu głównie o uwarunkowania podatkowe, które powodują, że dla większości udziałowców spółki najkorzystniejszy jest jeden z rodzajów wypłaty zysków (np. dywidenda, buy-back).

³ Alan C. Shapiro, Sheldon D. Balbirer, *Modern corporate finance – a multidisciplinary approach to value creation*, str. 527, rozdz. 15.

Innym elementem, który wpływa na decyzje o wypłacie dywidendy jest płynność spółki. Niektóre firmy mogą przynosić spore zyski, ale ze względu na niską płynność posiadanych aktywów wypłata dywidendy w gotówce wiązałaby się z koniecznością zadłużenia się. Jeżeli jest to na przykład szybko rozwijająca się spółka, ze znacznym poziomem zadłużenia, to wypłata dywidendy mogła by oznaczać ponoszenie znacznych dodatkowych kosztów.

Zgodnie z teorią kosztów agencji, poziom wypłaty dywidend powinien być związany ze stopniem zaufania właścicieli do zarządzających. Jeżeli jest on niski, to opłacalne będzie wypłacanie dywidend i zmuszanie menadżerów do poszukiwania kapitału na rynku. Pozyskiwanie finansowania zewnętrznego wiąże się z przeprowadzaniem wnikliwej analizy przez kredytodawców, która stanowi wartościowe informacje dla udziałowców.

Podsumowując, polityka dywidend jest złożonym zagadnieniem, powiązaniem z polityką inwestycyjną firmy, preferowaną strukturą kapitału oraz uwarunkowaniami zewnętrznymi (podatkowymi i innymi). Korzystając z doświadczeń rozwiniętych rynków kapitałowych, polskie spółki u progu przystąpienia do Unii Europejskiej powinny przywiązywać większą uwagę do sposobu podziału zysku. Polityka dywidend powinna uwzględniać wyżej wymienione czynniki i co najważniejsze być elementem długoterminowego planowania finansowego spółki.