

Manažerské finance

Dividendová politika

3SG410



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání

**MŠ
MT**
MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY

Obsah přednášky se zaměří zejména na

- Pochopit základní modely dividendových politik
- Porozumět kladům a záporům jednotlivých modelů
- Vliv zvoleného modelů na strategii podniku a jeho hodnotu

Po absolvované přednášce a cvičení budete schopni

- Jak podniky vyplácejí dividendy a jak odkupují vlastní akcie
- Důležitost, resp. nedůležitost investiční politiky
- Odkup akcií a jejich ocenění
- Zdanění dividend a kapitálových zisků
- Výplatní politika a životní cyklus podniku
- Výplata dividend jako alternativa k absenci rozvojových investice
- Výplata dividend jako nástroj udržení tržní ceny na burze

Dividendová politika

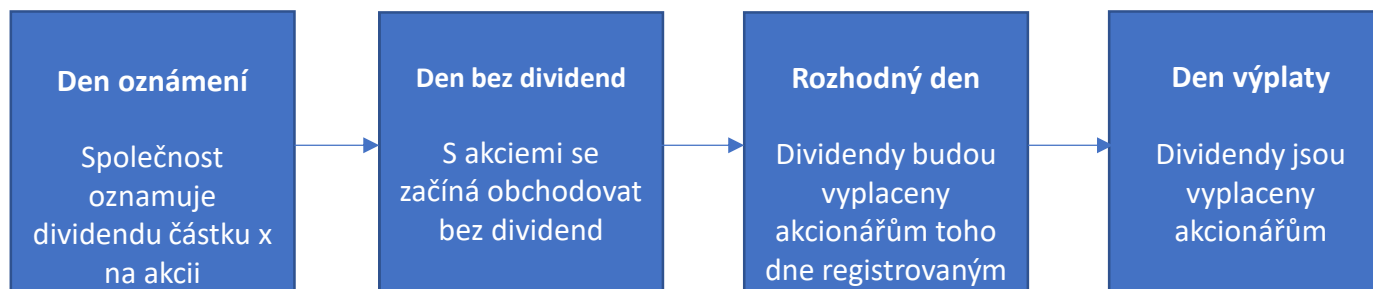
- Obecně lze konstatovat, že ve většině vyspělých zemí společnosti mohou vrátit hotovost (podíl na zisku) svým akcionářům (vlastníkům) výplatou dividend nebo zpětným odkupem
- Úkolem finančního manažera je rozhodnout o výši a formě výplaty zisku, resp. zda přebytečnou hotovost vyplatit akcionářům nebo ve společnosti zadržet, zejména pro investice
- V této souvislosti je vhodné uvažovat o tom, zda vliv dividendové politiky má, a pokud ano, tak jaký vliv na hodnotu firmy

Jak podniky vyplácejí podíl na zisku?

- ✓ **Společnosti mohou vyplatit hotovost (podíl na zisku) de facto dvěma způsoby:**
 - Vyplatit dividendu
 - Odkupem části svých akcií

- ✓ **Nicméně mnohé společnosti vůbec dividendy nevypláčí, proč?**
 - Špatné časy, nutnost schraňovat hotovost
 - Nástup nových růstových společností, které dividendu nevyplácejí (zejména do doby dosažení plné ziskovosti)

- ✓ **Obecný postup (výplata dividend)**
 - Společnosti musí vždy zohlednit legislativní specifika dané země



Jak podniky vyplácejí podíl na zisku?

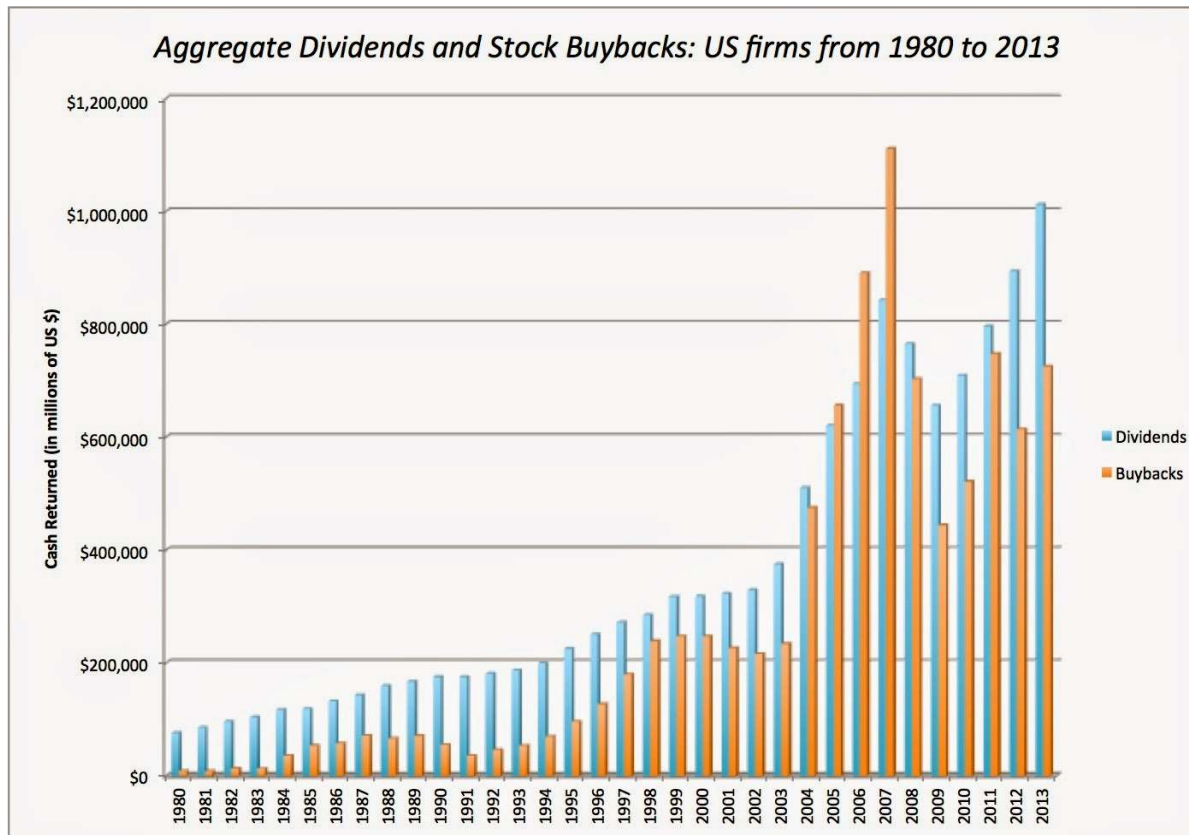
✓ Jak společnosti odkupují vlastní akcie (obecný postup)?

- Místo výplaty hotovosti ve formě dividend, může společnost hotovost použít na odkup vlastních akcií
- Odkoupené akcie firma drží a může je později při potřebě hotovosti opět prodat

✓ V principu jsou hlavní čtyři způsoby zpětného odkupu vlastních akcií:

- ohlášení úmyslu odkoupit akcie na volném trhu
- veřejná nabídka na nákup vlastních akcií za pevnou cenu
- holandská aukce
- přímé jednání s velkým akcionářem

Způsob výplaty podílu na zisku



Rekordní rok 2007:

28 americký společností odkoupilo rekordní množství vlastních akcií za hodnotu 5 mld. USD a více:

- Exxon Mobil 31 mld. USD, Microsoft 28 mld. USD,
- IBM 19 mld. USD
- GE 14 mld. USD

Vývoj počtu akcií americké společnosti Apple



[@Fio_investice](#)

Další například:

- Exxon Mobil,
- Microsoft

v ČR:

- O2 Czech Republic,
- Kofola
- Moneta Bank?

Jak společnosti rozhodují o výplatách (USA, UK) ?

- Manažeři neochotně navrhují změny dividendy
- Manažeři výši dividendy „vyhlazují“, aby se vyhnuli riziku jejich snížení
- Manažeři věnují větší pozornost změnám dividend, než jejich absolutní velikosti

Informace obsažené ve výplatách dividend

- dividendy mohou být zdrojem informací
- investoři zpravidla odmítají věřit zisku u firem, které je nemají podložené dlouhodobě stabilní dividendovou politikou
- přinášejí dividendy informace nejen o současné, ale i budoucí ziskovosti?
- růst dividend zpravidla působí na růst ceny akcií
- co znepokojuje investory je změna dividendové politiky, což investoři považují za důležitý ukazatel udržitelnosti zisku

Příklad J.P. Morgan

- J.P. Morgan 23.2.2009 snížila překvapivě dividendu z 38 centů na 5 centů
- Cena akcií však stoupla o 4 %. Otázkou je proč?

Informace obsažené ve zpětných odkupech

- jednorázová záležitost, žádný závazek do budoucnosti, že tak společnost bude činit opětovně, proto je informace obsažená v oznámení o zpětném odkupu jiná než informace o výplatě dividend
- společnosti odkupují své akcie, když nahromadily přebytečnou hotovost nebo když chtějí nahradit vlastní kapitál dluhy
- po oznámení o zpětném odkupu zpravidla cena akcií vzroste (výzkumy v USA zjistily, že až o 2%)
- po oznámení o zpětném odkupu s přírážkou (až 20 %) zpravidla výrazně vzroste cena akcií (výzkumy v USA zjistily, že až o 11%)
- lze považovat za silný signál v důvěry v budoucnost

Důležitost, resp. nedůležitost dividendové politiky

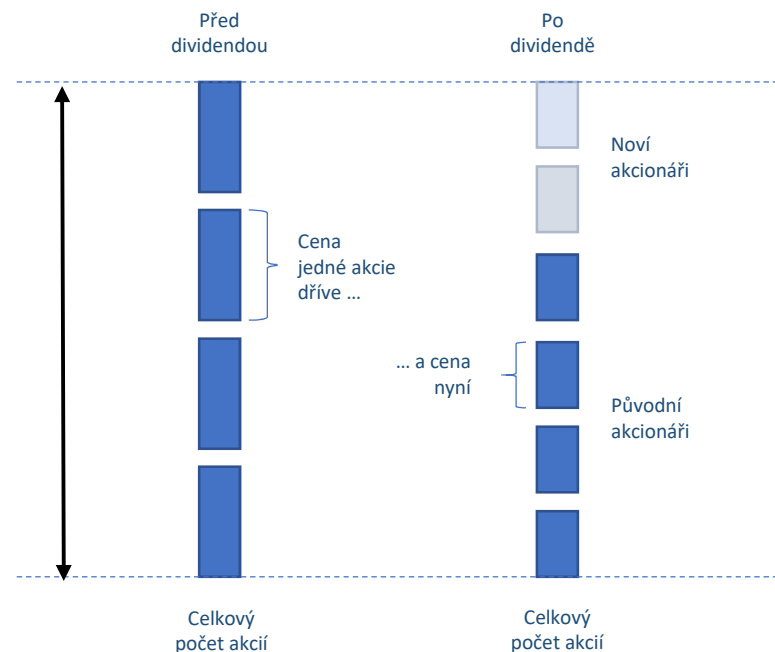
- Víme, že změna dividend může poskytovat informace o důvěře manažerů v budoucí vývoj a ovlivnit tak cenu
- Ke změně by došlo stejně, jakmile by informace prosákly na veřejnost
- Otázkou je, zda dividendová politika skutečně mění hodnotu akcií firmy nebo slouží jen jako signál
- Existují tři základní pohledy na tuto problematiku:
 - investoři dávají přednost vysokým dividendám (konzerv. přístup)
 - dividendy snižují hodnotu, protože jsou zpravidla zdaněny více než kapitálové zisky
 - dividendová politika nemá žádný vliv na rozhodování investorů

Důležitost, resp. nedůležitost dividendové politiky

Teorie neutrality dividendové politiky (Miller a Modigliani, MM)

Na dokonalých kapitálových trzích není dividendová politika důležitá

- absence daní, transakčních nákladů a jiných nedokonalostí
- předpoklad neměnnosti investiční a dluhové politiky

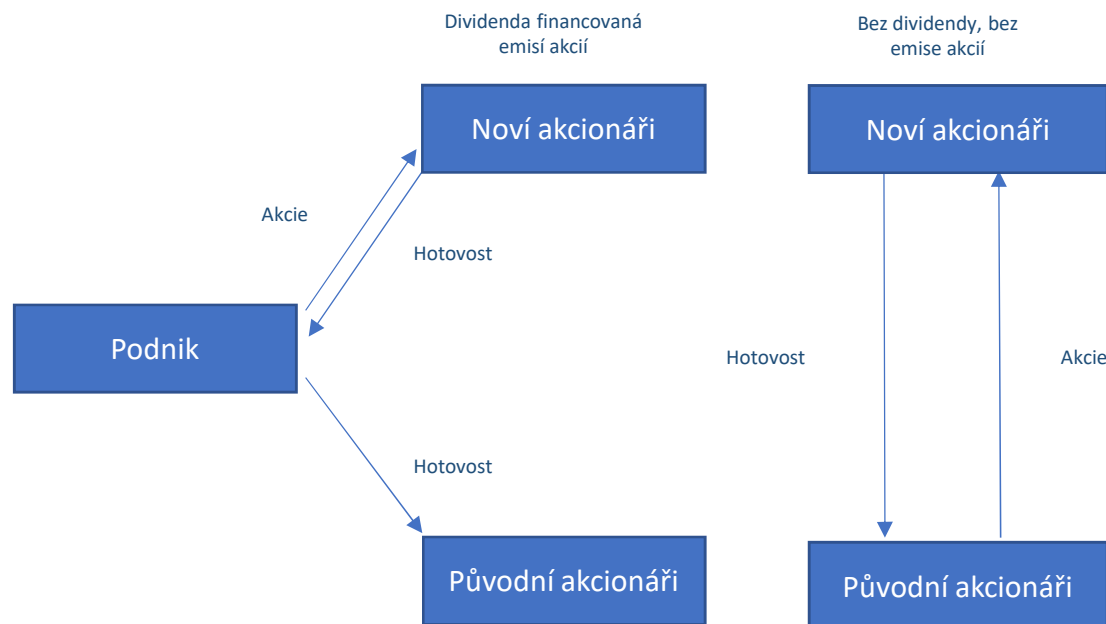


Tento podnik vyplatí třetinu své hodnoty v dividendách a získá peníze vydáním nových akcií. Převod hodnoty od původních novým akcionářům je roven částce dividendy

Dividendová politika je irelevantní neboť neovlivňuje bohatství akcionářů. Při neměnnosti investiční a dluhové politiky se nemění celková tržní hodnota společnosti. Dochází k převodu hodnoty od původních akcionářů na nové.

Důležitost, resp. nedůležitost dividendové politiky

Převod hodnoty od původních akcionářů ve prospěch nových akcionářů na efektivních trzích



Dva způsoby, kterými si původní akcionáři obstarají hotovost. V obou případech je přijatá hotovost kompenzována snížením pohledávky původních akcionářů za podnikem. Vyplatí-li firma dividendu, cena akcií se sníží, neboť bude třeba vydat ke krytí podnikových aktiv další akcie. Prodají-li původní akcionáři část svých akcií, cena akcií se nezmění, ale původní akcionáři jich budou mít méně.

Původní akcionáři mohou získat hotovost buď tak, že přesvědčí vedení, aby vyplatilo vyšší dividendu nebo prodejem části svých akcií. V obou případech dojde k převodu hodnoty od původních akcionářů na nové akcionáře. Jediným rozdílem je v tom, že v prvním případě k tomu dojde snížením ceny akcií a ve druhém snížením počtu akcií držných původními akcionáři.

Důležitost, resp. nedůležitost dividendové politiky

✓ Konzervativní přístup (pravicový přístup)

- poukazuje na nedokonalost reálného světa, je lepší mít vyšší dividendy než nižší 😊
- pro akcie s vysokým výplatním poměrem existuje například přirozená klientela? např. finanční instituce podléhající regulaci, senioři atp.
- pravidelné dividendy ušetří akcionářům spoustu nepohodlí a transakčních nákladů
- vliv behaviorální psychologie
- výplata dividend zabraňuje manažerům zneužít hotovost nebo ji promrhat

Případ Microsoft

- generování hotovosti ve výši 1 mld. USD měsíčně
- Microsoft se rozhodl vrátit akcionářům 75 mld. USD (mimořádná jednorázová dividenda 32 mld. USD, odkup akcií 30 mld. USD během čtyř let a zdvojnásobení čtvrtletní dividendy na 32 centů na akcii.
- do roku 2004 se investiční příležitosti společnosti zmenšili a investoři proto rádi viděli, jak je rozdělována nahromaděná hotovost
- jiné společnosti typu „dojné krávy“ to dělají neochotně jen pod tlakem investorů
- ochota zralých společností vyplácet štědré dividendy ukazuje, že v rozvinutých zemích struktura řízení firem funguje. V rozvojových ekonomikách je však tato struktura méně efektivní a zájmy manažerů a investorů si nejsou tak blízké.

Důležitost, resp. nedůležitost dividendové politiky

✓ Otázka zdanění dividend (levicový přístup)

- jsou-li dividendy zdaněny více než kapitálové zisky, firmy by měly platit co nejnížší možné dividendy.
- nadměrná hotovost by měla zůstat zadržena nebo by se měla použít na odkup akcií
- tzn., že dividendy nahrazují kapitálové zisky
- investoři by měli preferovat akcie s nízkými dividendami, resp. akceptovat nižší výnosovou míru před zdaněním u cenných papírů, které poskytují výnos ve formě kapitálových zisku místo dividend.

Problematika zdanění

- Výplata dividend je zpravidla zatížena daní a to v roce výplaty.
- U zpětného odkupu akcií se oproti tomu daň projeví při jejich prodeji, který u části akcionářů nastane v okamžiku realizace zpětného odkupu a u zbylých akcionářů později.
- Daň z příjmu z cenných papírů je obecně uplatněna v případě, že investor prodává za vyšší než nákupní cenu (a nesplnil časový test či v kalendářním roce prodal akcie nad určitý objem).
- Právě odlišnými daňovými dopady, respektive vyšším zdaněním dividend pro zahraniční investory, argumentovala společnost Petrus Advisers pro snížení dividendového výplatního poměru ve prospěch zpětného odkupu akcií ve své výzvě Monetě.

Zdanění dividend

- Dividendy vyplácené fyzickým osobám **společnostmi se sídlem v České republice** jsou v současné době zatížené 15% srážkovou daní.
- Dividendy jsou tak vyplácené v čisté výši a do daňového přiznání se neuvádí.
- U dividend **společností se sídlem v zahraničí** závisí, zda má Česká republika s danou zemí dohodu o zamezení dvojího zdanění. V tomto případě je možné uplatnit zápočet daně zaplacené v zahraničí.
- Některé země mají vyšší daň oproti ČR a lze žádat o refundaci rozdílu – vzhledem k administrativní náročnosti a výši poplatku se však žádost vyplatí pouze při větších objemech. Např. v Německu činí sazba daně z dividend většinou 26,375 %, ve Spojených státech 15 %.

Dividenda a zpětný odkup akcií vytváří odlišné daňové dopady

Minoritní akcionář Monety, společnost Petrus Advisers s 2,3% podílem, vyzvala management k výplatě menší dividendy a využití prostředků k růstu.

Společnost Petrus Advisers si v dopisu stěžuje, že jako zahraniční investor kvůli zdanění přichází o 35 % dividendy.

Doporučuje změnu dividendového výplatního poměru, který by podle ní neměl přesáhnout 70 % čistého zisku. Moneta by podle společnosti Petrus měla využít své silné pozici v oblasti úvěrování spotřebitelů, udržet svůj vyvážený rizikový profil a inovacemi zlepšit své služby. Monetě doporučuje se zaměřit na český trh a případně expandovat na další středoevropské trhy. Akvizice by měly být v souladu s dosavadní strategií banky a vynášet jí o 150 bazických bodů více než náklady na kapitál.

Petrus dále doporučuje, že by Moneta měla usilovat o růst čistého zisku a svázat odměny managementu se snižováním nákladů. Měla by cílit na 10% roční růst úvěrového portfolia s tím, že polovina růstu by měla být organická.

Management Monety by podle Petrus Advisers měl mít možnost navýšit základní kapitál až o 25 % pro financování případných akvizic.

Společnost odeslala dopis 24. dubna, tedy před valnou hromadou, která schválila dividendu ve výši navržené managementem. Moneta přislíbila odpověď do 30 dnů.

Podle agentury Reuters drží Petrus Advisers 2,3 % akcií Monety. Ta má značně rozstříštěnou akcionářskou strukturu, největší akcionář Chase Nominees Limited drží 18,5 %, druhý největší Street Bank and Trust Company potom 6,28 %.

Zdroj: Moneta, Reuters

Vliv zpětného odkupu na hodnotu společnosti

Zpětný odkup akcií mění rizikový profil společnosti. Nelze tudíž jen vynásobit díky odkupu větší zisk na akcii stejným valuačním násobkem a automaticky dojít k vyššímu akciovému kurzu.

Pozitivní vliv:

- nedůvěra investorů v management vede k diskontu hodnoty akcie. Její vyplacení tuto „slevu“ odstraní.
- zvýšení zadlužení, existence daňového štítu díky dluhovému financování
- ukončení investice do prodělečného podnikání.

Negativní vliv

- v případě předlužené firmy, riziko úpadku převáží daňový štít
- společnost, která by mohla dosáhnout vyšší návratnosti kapitálu než její investoři.

Neutrální vliv na hodnotu,

- nesmí prostředky chybět pro provozní investice,
- musí být financován hotovostí, nebo
- daňové benefity financování dluhem musí vyvážit zvýšené riziko bankrotu.

Výplatní politika a životní cyklus firmy

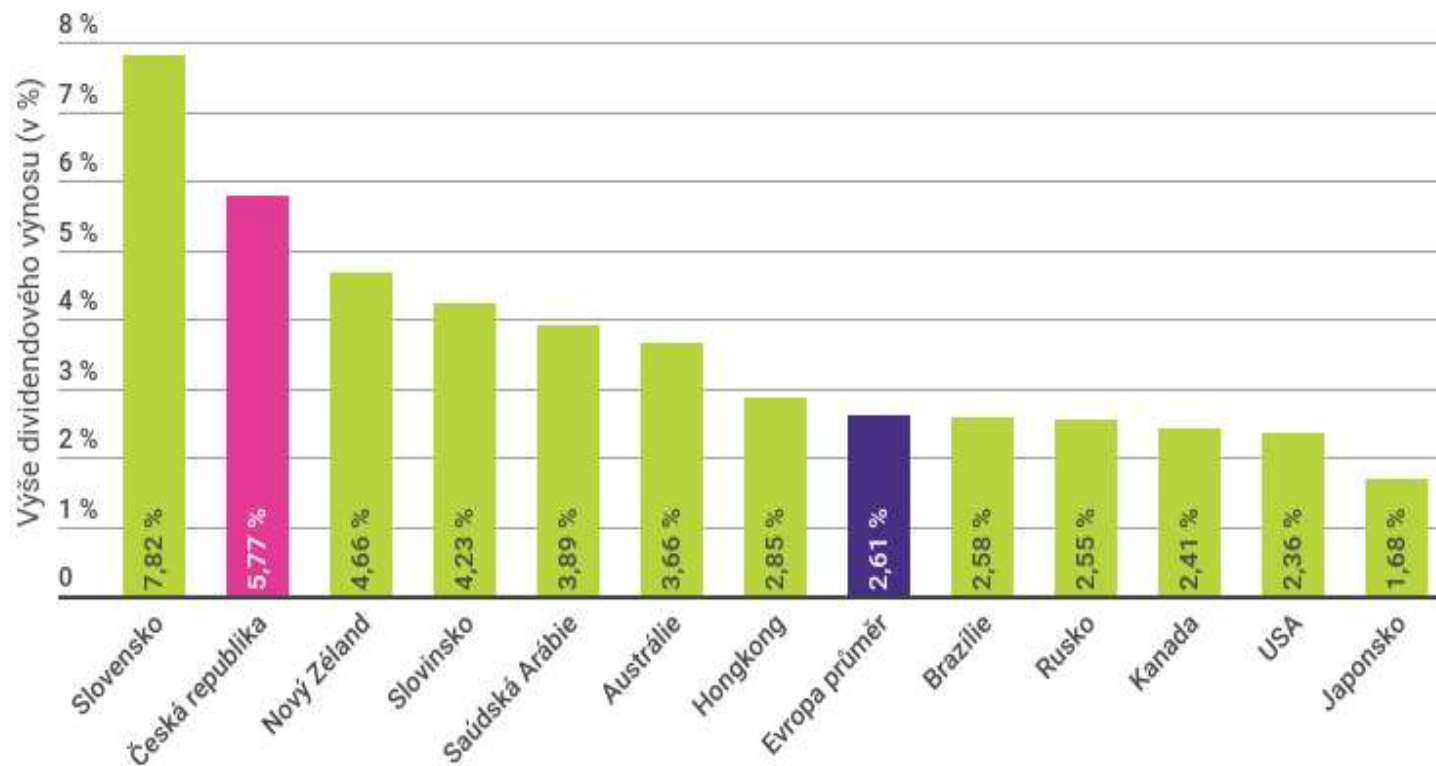
MM předpokládá, že dividendová politika nemá vliv na hodnotu firmy pro akcionáře. Hodnota pro akcionáře závisí na investiční politice firmy, včetně jejich budoucích růstových příležitostí. Hodnotu také může ovlivnit finanční páka, včetně volby mezi dluhem a vlastním kapitálem. Výplatní politika je pak reziduum, vedlejší produkt ostatních finančních rozhodnutí.

Společnost činí investiční a finanční rozhodnutí, co zbyde na hotovosti, to by měla vyplatit. Nicméně toto platí pro dokonalý a racionální svět.

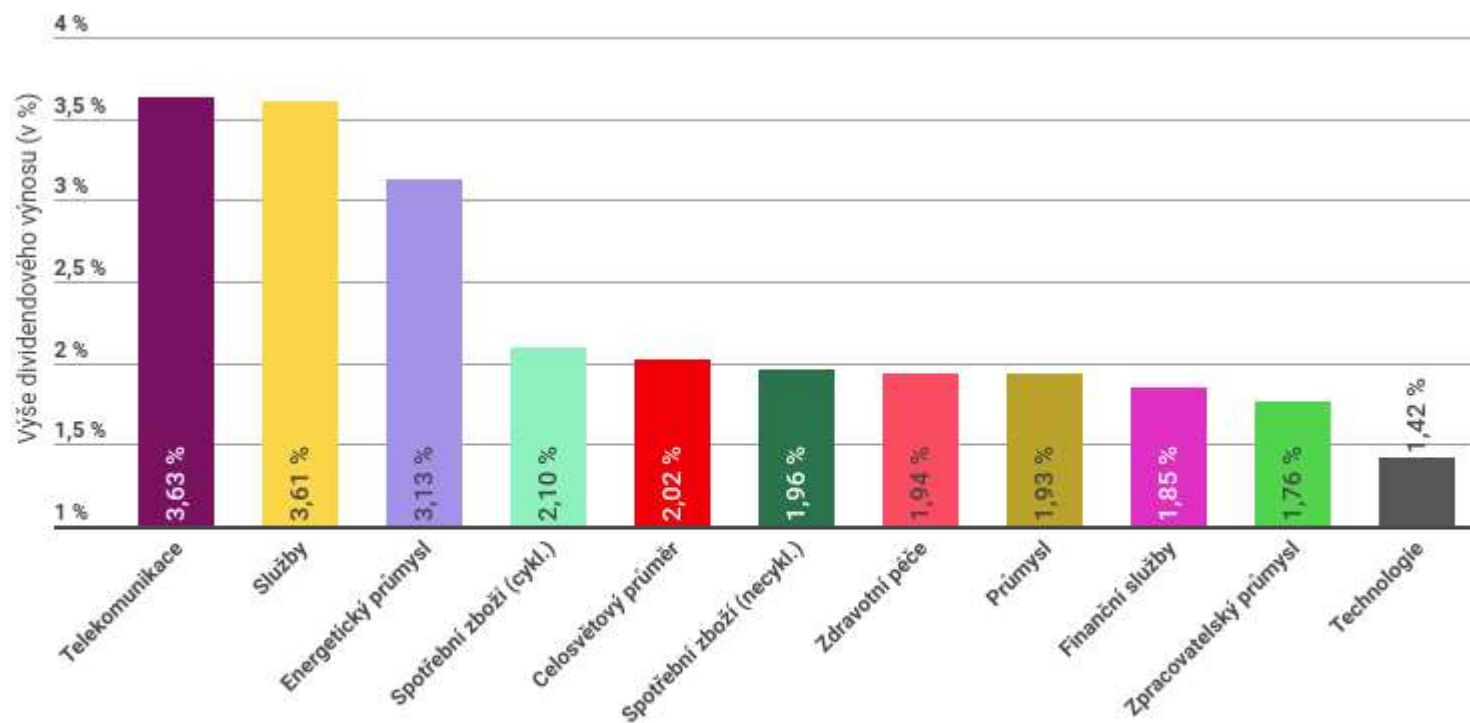
Teorie o závislosti výplaty na životním cyklu firmy:

- Růstové firmy (existence velké množství ziskových investičních rozhodnutí). Rozumné je zadržovat zisk a reinvestovat ho.
- Jak firma dozrává, je obtížnější nacházet projekty s pozitivní NPV. Investoři se začnou obávat s přeinvestování nebo utrácení peněz do projektu s nízkou či zápornou NPV.
- Jak firma stárne, je vyšší tlak na větší a větší výplaty (dividendy nebo zpětný odkup. Někdy může být výplata výsledkem akvizice.

Dividendové výnosy v ČR



Srovnání dividendových výnosů ve vybraných odvětvích (svět)



Shrnutí

- Dividenda je z pohledu manažera odměnou akcionářům za jejich investici. Většina manažerů se zdráhá snížit dividendy, ale také je nezvyšuje.
- Alternativou k dividendám je odkup vlastních akcií. Odkupy se používají spíše pro vrácení nepotřebné hotovosti akcionářům nebo pro snížení vlastního kapitálu a jeho nahrazení dluhem.
- Nejzjevnějším a nejdůležitějším nedokonalostí trhu je odlišné zdanění dividend a kapitálových zisku.
- Tři názory na dividendovou politiku

Zdroje prezentace a doporučená literatura

- BREALEY, R. A. – MYERS, S.C. – ALLEN, F. Principles of Corporate Finance. New York: McGraw Hill, 2011, ISBN 978-0-07-353074-1 (Kap. 16)
- Fio bank „Dividendový expres“



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



Toto dílo podléhá licenci Creative Commons
Uveďte původ – Zachovejte licenci 4.0 Mezinárodní.

