**POLITICA DE DIVIDEND, INFORMAȚIE-SEMNAL PENTRU PIAȚA DE CAPITAL**

**Abstract**

Profiturile acumulate reprezinta una dintre cele mai importante surse de finantare a firmelor, iar dividendele constituie fluxurile de numerar datorate posesorilor de acțiuni. Decizia privind distribuirea de dividende către actionari, deși pare una simplă la prima vedere, înfluențează atât decizia de investiții, cât și politica de finanțare a firmei deoarece se pune problema de a opta intre distribuirea dividendelor și reinvestirea unei parti cat mai mari din profit, de catre firma respectivă.

Politica de dividend a firmelor este influențată de reglementări, obiceiuri, convingeri, opinia publică, de conditiile economice generale si de alti factori, toti aflați într-o permanentă schimbare și cu un impact diferit asupra firmelor. În aceste condiții, ea nu poate fi modelată matematic si uniform pentru toate firmele si pentru toate momentele. Astfel, politica adoptată de către o firmă trebuie să fie în concordanță cu gradul de satisfacție al acționarilor și cu obiectivele firmei.

**Key words:** acțiuni; beneficiu; politica de dividend; reinvestire; rentabilitate*.*

**JEL Classification:** *G11, G32, G35*

1. **Introducere**

Finanţele fac obiectul unei politici a conducătorilor întreprinderii, care este expresia unui comportament, a unei alegeri, a unei decizii tactice sau strategice ce vizează atingerea, în cea mai bună măsură, a obiectivului de maximizare a valorii. Conform lui Stancu (1997), politica financiara a întreprinderii reprezinta un ”ansamblu de decizii, de optiuni fundamentale pentru cea mai eficienta alocare a capitalului”. În raport cu particularitatile activitatii financiare a întreprinderii putem identifica trei politici financiare, considerate, la început, independente, care reprezinta o parte integranta a politicii economice a acesteia.



**Figure 1 – Politici financiare la nivelul întreprinderii**

Politica de investitii, ca parte a politicii financiare a întreprinderii, abordeaza problematica alocarii capitalului pentru active fizice sau financiare, iar între acestea locul central revine activelor imobilizate, dobândite ca rezultat al investitiilor de capital.

Politica de finantare are în vedere deciziile referitoare la constituirea capitalurilor, inclusiv a fondurilor financiare ale întreprinderii. Ea vizeaza direct optiunile asupra folosirii diferitelor surse de formare a capitalurilor si a structurii financiare a întreprinderii.

Politica de dividend se concretizeaza, sintetic, prin optiunile întreprinderii între reinvestirea partiala sau integrala a profitului net, inclusiv constituirea altor fonduri ori rezerve la dispozitia sa și/sau distribuirea acestui profit sub forma de dividende catre actionari.

Politica financiară nu poate fi stabilită o singură dată, ea se dezvoltă, se modifică, se perfecţionează şi se adaptează continuu cerințelor și problemelor care apar, având în vedere atât instrumentele financiare cît şi scopurile urmărite.

1. **Cadrul epistemologic al politicii de dividend**

Politica de distribuire a profitului priveşte decizia adunării generale a acţionarilor de a distribui dividendele ce au rezultat la încheierea exerciţiului financiar şi/sau de a le reinvesti în dezvoltarea întreprinderii.

Dacă avem în vedere un mediu economic caracterizat printr-o relativa simplitate, politica de dividend definește modul de repartizare pe destinatii a profitului net (pentru dividende sau pentru reinvestire), însă odata cu dezvoltarea mediului economic, au aparut noi optiuni, astfel că managementul financiar trebuie să raspunda la noi intrebari legate de decizia de distribuire in numerar a dividendelor sau rascumpararea de actiuni, distribuirea de dividende ordinare sau speciale, ceea ce contează mai mult: cresterile de curs bursier sau platile sub forma dividendelor sau modul de armonizare a punctelor de vedere apartinand unor clase diferite de investitori.

Distribuirea de dividende completează imaginea unei firme rentabile, iar distribuirea constantă de dividende conduce la creşterea încrederii publicului faţă de întreprindere, la creşterea valorii de piaţă a firmei. Reinvestirea din profitul net conduce la creşterea capacităţii de autofinanţare și la îmbunătăţirea structurii financiare a capitalurilor întreprinderii. În aceste condiţii, întreprinderea va avea un potenţial financiar superior de susţinere a propriei dezvoltări (autofinanţare dar şi capacitate de apelare la noi credite), toate acestea constituind factori de creştere a valorii întreprinderii. Alternativa reinvestirii integrale sau parţiale a profitului net în finanţarea proiectelor de investiţii ale întreprinderii face parte din politica de finanţare, iar din acest considerent putem spune că politica de dividend face parte din politica de finanţare.

Numeroasele studii privind politica de dividend impun o analiză epistemologică a acesteia. Astfel, in literatura de specialitate s-au conturat două modele privind acest concept: unul care are la bază un set de ipoteze limitative ce oferă un standard în distribuirea de dividende și unul care pune accent pe necesitatea repartizării de dividende deoarece acest fapt reprezintă răsplata efectivă a acționarilor. Primul tip de modele aparține autorilor precum Miller, Modigliani, Walter și Bhattacharya, iar pentru a doua categorie îi amintim pe Graham si Dodd .

În lucrarea *Dividend policy, growth, and the valuation of shares,* Miller și Modigliani (1961) ne dovedește faptul că în conditiile unei piete perfecte, un investitor rational va fi indiferent intre incasarea de dividende si reinvestirea profiturilor. Pe de altă parte, Brennan (1970) ia în calcul diferența de impozitare dintre profiturile reinvestite si dividende și propune ca acestea din urma sa nu fie distribuite niciodata.

Teoriile moderne pun accentul pe continutul informational al dividendelor (Bhattacharya, 1979), precum si pe importanța acestora in monitorizarea activitatii managerilor de catre actionari (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984).

Politica de dividend are o influență semnificativă asupra riscului de faliment al unei companii deoarece are loc o scădere a disponibilităților care pot acoperi împrumuturile atunci când acestea trebuie rambursate. Kalay (1982) consider că o decizie care are la bază scăderea dividendului poate reprezenta o premise pentru a ține sub control o eventuală decizie de creștere gradului de îndatorare a companiei. Astfel, acele companii care au un nivel ridicat al împrumuturilor vor fi caracterizate de o rată mica a dividendului.

1. **Factori determinanți ai politicii de dividend**

Politica de dividend a firmelor constituie un fenomen cultural, influențat de o multitudine de factori aflați într-o permanentă schimbare, cu un impact diferit asupra firmelor. In aceste conditii, ea nu poate fi modelata matematic si uniform pentru toate firmele si pentru toate momentele.

**Figure 2 – Factori determinanți ai politicii de dividend**

Unele teoriile incearca sa identifice exact factorii determinanti ai politicilor de dividend efectiv aplicate la nivelul firmelor. In aceasta categorie se includ modelele elaborate de Lintner (1956) si de cercetatorii care au dezvoltat teoria acestuia. Ele nu incearca sa ofere raspunsul la intrebarea „cum ar trebui sa se intample?”, ci încearcă să ofere un raspuns la întrebarea „de ce se intampla asa cum se intampla efectiv?”. Aceste teorii își propun să explice aceste fenomene pe considerente nu doar matematice, ci si psihologice. Unele dintre argumentele ce pot fi avute in vedere de o astfel de viziune sunt date de aspecte legate de comoditate (investitorii incasează dividendele fara niciun fel de efort din partea acestora), de control al firmei (putere de vot in adunarea generala a actionarilor) sau pur si simplu de moda sau dispozitie sufleteasca (Shiller, 1989).

1. **Teorii privind politica de dividend**

În literatura de specialitate există o diversitate de opinii privind motivul pentru care companiile distribuie o parte din câștiguri sub forma dividendelor. Aceste explicații, care au la bază ipoteze mai mult sau mai puțin restrictive, încearcă să creeze anumite modele standard care stau la baza politicii de dividend și să rezolve paradoxul inerent legat de remunerarea acționarilor. În acest sens, Graham si Dodd (1951) au elaborat prima teorie care abordează percepția acționarilor asupra distribuirii dividendelor conform căreia acționarii nu doresc încasări mai mari în viitor ci încasări efective în prezent. Astfel, ei susțin necesitatea distribuirii de dividende și obținerea de încasări în prezent în detrimentul reinvestirii profitului care va aduce încasări mai mari în viitor.

Teoriile clasice privind politica de dividend nu au reușit să ofere o explicație definitivă și de necontestat a acesteia, amintind printre ele teoria neutralității politicii de dividend asupra companiei, teoria necesității distribuirii de dividende și teoria necesității reinvestirii profitului.

Miller și Modigliani (1961) afirmă, așa cum aminteam puțin mai înainte, că politica de dividend ar fi lipsită de relevanță, în timp ce Walter (1956) recomandă să se realizeze mai întâi investiții atractive, iar restul din profit să se distribuie acționarilor sub formă de dividend. În acest sens va trebui fixată partea din profit necesară pentru investiții, iar diferența să fie distribuită drept dividend, acest lucru aratându-ne o altă abordare a dividendului, și anume aceea de variabilă reziduală.

Gordon și Shapiro (1956) susțin că pentru a menține atractivitatea acțiunilor unei companii este nevoie de o politică bazată pe rate constante de creștere a acordării de dividende. Potrivit celor doi autori, valoarea unei acțiuni este dată de relația:

$$Po=\frac{D1}{Kc-g}$$

unde:

*Po = valoarea unei acțiuni*

*D1 = valoarea dividendelor*

*Kc = Rata de rentabilitate cerută*

*g = rata de creștere a dividendelor*

Pricipalul dezavantaj al acestui model se referă la faptul că dividendul reprezintă singurul indicator care determină valoarea unei acțiuni, iar evaluarea unei companii poate fi determinată greșit dacă acesta nu este aproximat corect. În lucrarea *Politica de dividend*, autorul Victor Dragotă susține faptul că din punct de vedere istoric, primele teorii cu privire la dividende apar in legatura cu rolul pragmatic cel mai evident al distribuirii acestora catre actionari. Astfel nu trebuie uitat ca, prin intermediul dividendului, actionarii isi pot recupera cel mai ușor capitalul investit odata cu achizitionarea actiunii. Necesitatea distribuiri de dividende este explicata  prin intermediul a trei teorii, respectiv

**Figure 3 – Teorii privind necesitatea distribuirii de dividende**

**Teoria semnalului** se adreseaza companiilor mari și susține că prin intermediul dividendul se pot anticipa mai corect perspectivele firmei, așadar acesta are exculsiv un rol informațional. O companie are capacitatea de a distribui dividende la un anumit nivel numai dacă aceasta detine suficiente resurse financiare, iar managerii estimeaza și persistența acestor resurse în viitor. Astfel marile companii ar trebui sa distribuie sume mai mari sub forma dividendelor față de companiile mai mici pentru a comunica performantele sale viitoare mai bune. În caz contrar publicul va avea un sentiment de nesiguranta exteriorizat prin reducerea cererii pentru actiunile companiei respective si implicit, prin scaderea cursului bursier.

**Teoria de agent**susține că rolul dividendului este de a monitoriza activitățile managerilor sau a acționarilor. Deoarece acestia au putere de decizie în ceea ce privesc resursele financiare, ei vor putea sa le orienteze nu numai in sensul maximizarii valorii de piata a companiei, ci si în scopul unor interese personale. Decizia de a distribui dividende îi determină astfel pe manageri sa renunte la o parte din aceste proiecte mai putin atractive pentru firma, ceea ce se constitue ca un mijloc de monitorizare.

**Teoria comportamentală.**Diverși cercetători au scos în evidență faptul că investitorii de pe piață se pot manifesta în anumite momente în mod diferit fata de ceea ce dictează comportamentul rațional definit de teoria financiară. Dividendul actionează în acest sens ca mijloc de monitorizare a consumului. Dacă investitorii ar fi indiferenți față de cele două modalități posibile de remunerare (cresterea cursului bursier sau al dividendelor), ei vor gasi ca perfect substituibile încasările din dividende și pe cele din vânzarea acțiunilor. Astfel, ei ar putea fi tentați în anumite momente să consume mai mult, prin vanzarea de acțiuni pe piață. În acest sens dividenul actioneaza ca mijloc de autocontrol pentru actionari, aceștia limitându-și consumul la nivelul sumelor încasate sub forma dividendelor.

1. **Politica de dividend a societăților de investiții financiare**

Cele 5 societăți de investiții financiare au fost înființate în anul 1992, în baza Legii nr. 58/1991, ca Fonduri ale Proprietății Private (FPP). La înfiinţare, fiecare societate a primit în portofoliu câte 6% (30% în total) din acţiunile tuturor societăților comerciale din România, inclusiv din cel al băncilor comerciale. Diferența de 70% a fost trecută în administrarea Fondului Proprietății de Stat - FPS. În anul 1996, cele cinci FPP-uri s-au transformat în Societăți de Investiții Financiare (SIF), pe baza Legii 133/1996.

Capitalul social iniţial al fiecărei societăţi s-a constituit în urma subscrierilor efectuate de cetăţenii români îndreptăţiţi (toţi cetăţenii care, la acea dată, aveau împlinită vârsta de 18 ani), a certificatelor de proprietate şi a cupoanelor de privatizare. În urma acestui proces, numit „Marea Privatizare", milioane de români - așa-numiții „cuponari"- au devenit acționari la cele cinci SIF-uri, prin subscrierea celebrelor carnete cu certificate de proprietate. La înființare, toate cele 5 SIF-uri erau obligate, prin lege, ca în cazul în care acționarii nu-și ridică dividendele, aceștia să primească automat un număr de acțiuni aferent contravalorii dividendelor. Situația dividendelor oferite de cele cinci societăţi de investiţii financiare (SIF) în perioada 2005-2013 este prezentată în tabelul următor:

**Table 1. Dividendele acordate de cele 5 SIF-uri în perioada 2005-2013**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Compania (simbol) | SIF Banat Crişana SIF1 | SIF Moldova SIF2 | SIF Transilvania SIF3 | SIF Muntenia SIF4 | SIF Oltenia SIF5 |
| Dividend |
| 2005 | 0.0500 | 0,0670 | 0,0500 | 0,0600 | 0.0600 |
| 2006 | 0.0600 | 0,0630 | - | 0,0700 | 0.0700 |
| 2007 | 0.0700 | 0,0500 | 0,0375 | 0,0700 | 0.0780 |
| 2008 | 0.0300 | 0,0450 | 0,0300 | 0,0400 | 0.0600 |
| 2009 | 0.0500  | 0,0600 | 0,0300 | 0,0400 | 0.1600 |
| 2010 | 0.1030 | 0,0900 | 0,0300 | 0,0810 | 0.0750 |
| 2011 | 0.1000 | 0,2200 | 0,1712 | 0,0810 | 0.1300 |
| 2012 | - | 0,2400 | 0,1750 | 0,1340 | 0.1300 |
| 2013 | - | 0,0660 | - | - | 0.1600 |

*Sursa: realizat de autor conform datelor preluate de pe* [*http://www.bvb.ro/*](http://www.bvb.ro/) *și* [*http://www.tradeville.eu/*](http://www.tradeville.eu/)

Prima societate de investiții financiare care a adoptat o politica de dividende ”zero” a fost SIF1, în anul 2012. Astfel, după o lungă perioadă de timp în care toate cele 5 SIF-uri au acordat dividende (cu excepția SIF 3 care în anul 2006 nu a acordat dividende), în anul 2013, pentru prima dată de la înființarea lor în 1996, trei din cele cinci Societăți de Investiții Financiare nu au mai acordat dividende acționarilor, și anume SIF1, SIF3 și SIF4. Decizia de a nu mai acorda dividende luată de cele 3 SIF-uri în adunările generale ale acționarilor care au avut loc în aprilie 2014 au determinat o scădere a cursului acestor acțiuni la bursă.



**Figure 4 – Evoluția acțiunilor celor 5 SIF-uri**

Astfel, dacă analizăm succint evoluţia preţului acţiunilor celor 5 SIF-uri la Bursa de Valori București în perioada respectivă putem observa că, începând cu perioada martie-aprilie 2014, când se cunoşteau deja propunerile privind neacordarea dividendelor, preţul acţiunilor tranzacţionate la BVB a fost în cădere liberă, la toate cele 5 SIF-uri, așa cum se poate observa și din figura de mai sus.

Intenția strategică a conducerii SIF-urilor pentru evoluția viitoare a activității are în vedere intensificarea efortului investițional bazat pe un raport optim între politica de investiții și politica de dividend, urmărindu-se astfel satisfacerea acționarilor și garantarea randamentelor superioare viitoare ale societății, sporind atractivitatea și lichiditatea acțiunilor.

1. **Concluzii**

Enunțarea unor argumente rationale in ceea ce privesc practicile companiilor referitoare la politica de dividend au ridicat de-a lungul timpului numeroase semne de intrebare și au determinat o preocupare permanent în acest sens.

Teoria financiară consideră politica de dividend drept un teren de studiu interesant datorită incitărilor problematice pe care acestea le oferă cercetării ştiinţifice. În condiţiile unui mediu economic caracterizat printr-o relativă simplitate, prin acest termen se definea modul de repartizare pe destinaţii a profitului net, pentru dividende sau pentru reinvestire.

Odată cu dezvoltarea mediului economic, apare managementul financiar care-şi propune să răspundă la noi întrebări legate de modul de decizie; ce tip de dividende să se distribuie; dacă să se conteze mai mult pe creşterile de curs bursier decât pe plăţile sub forma dividendelor sau cum să se armonizeze punctele de vedere ale diferiţilor investitori.

Putem concluziona prin faptul că politica de dividend a unei companii poate viza următoarele scopuri:

* fidelizarea acționarilor care nu intenționează să-și vândă acțiunile și care contribuie astfel la consolidarea și stabilitatea companiei;
* sporirea încrederii terților față de companie și a bonității acesteia;
* dezvoltarea economică a firmei prin reinvestirea profitului sau a unei părți din acesta.

Evoluţia studiilor cu privire la politica de dividend a dus la o bună coordonare a părţii financiare a societăţilor comerciale, aceasta referindu-se şi la o bună corelare a distribuţiei dividendelor în funcţie de ceea ce este mai important pentru societate. Astfel, pentru a ajunge pe un loc de top pe piaţă compania trebuie să-şi facă acţionarii fideli şi să-i păstreze pentru a nu întâmpina dificultăţi în drumul spre podium. Politica de dividend practicată de SIF-uri urmărește păstrarea unui echilibru între remunerarea acționarilor prin dividend și nevoia de finanțare a investițiilor din profitul reinvestit.

1. **ACKNOWLEDGMENT**

This paper has been financially supported within the project entitled ***“Horizon 2020 - Doctoral and Postdoctoral Studies: Promoting the National Interest through Excellence, Competitiveness and Responsibility in the Field of Romanian Fundamental and Applied Scientific Research”,*** contract number POSDRU/159/1.5/S/140106. This project is co-financed by European Social Fund through Sectoral Operational Programme for Human Resources Development 2007-2013. **Investing in people!**

1. **Bibliografie:**
2. Bae, S., Chang, K., Kang, E., (2012) *Culture, Corporate Governance and Dividend Policy: International Evidence*, Journal of Financial Research, Vol.35, pp.289-316
3. Bar-Yosef, S., Kolodny, R. (1976). *Dividend policy and capital market theory*. The Review of Economics and Statistics, 181-190.
4. Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy*. The Bell Journal of Economics, 259-270.
5. Black, F., & Scholes, M. (1974). *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns.* Journal of financial economics, 1 (1), 1-22.
6. Black, F., Scholes, M. (1974). *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns.*Journal of financial economics, 1 (1), 1-22.
7. Brennan, M. J. (1970). *Taxes, market valuation and corporate financial policy*. National Tax Journal, 417-427.
8. Brockman, P., & Unlu, E. (2009). *Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt.* Journal of Financial Economics, 92(2), 276-299.
9. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*. Journal of Financial economics, 81(2), 227-254.
10. Dielman, T. E., & Oppenheimer, H. R. (1984). *An examination of investor behavior during periods of large dividend changes*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 19(02), 197-216.
11. Dragota, V. (2003). *Politica de dividend: O abordare în contextul mediului economic din România*. Bucuresti: Editura All Beck.
12. Dragotă, V., Ciobanu, A., Obreja, L., (2003). *Management financiar*, Ed. Economică, Bucureşti
13. Easterbrook, F.H., (1984), *Two agency-cost explanations of dividends*, American Economic Review, 74 (4), 650-659.
14. Fama, E.F., French, K.R., (1988), *Dividend yields and expected stock returns*. Journal of Financial Economics, 22(Oct): 3-25.
15. Gordon, D. (2014). *Dividend Policy Relevancy in Theoretical and Practical Economics*. International Journal of Business, Economics and Management, 1(9), 253-263.
16. Gordon, M., Shapiro, E. (1956). *Capital equipment analysis the required rate of profit*. Management Science, Vol.3.
17. Graham, B., Dodd, D., (1951) *Securities Analysis: Principles and Techniques*, McGraw-Hill, New York
18. Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes.* The American Economic Review, 97-113.
19. Litzenberger, R.H. and K. Ramaswamy, (1979). *The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices.* Journal of Financial Economics, 7(June): 163-195.
20. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. The Journal of Business, 34(4), 411-433.
21. Miller, M. H., & Rock, K. (1985). *Dividend policy under asymmetric information*. The Journal of Finance, 40(4), 1031-1051.
22. Pilotte, E.A., (2003). *Capital gains, dividend yields, and expected inflation*. Journal of Finance, 58 (Feb): 447-466.
23. Rozeff, M.S., (1982), *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, Journal of Financial Research, 5 (3), 249-259.
24. Shiller, R. J., & Pound, J. (1989). *Survey evidence on diffusio.n of interest and information among investors*. Journal of Economic Behavior & Organization, 12(1), 47-66.
25. Stancu, I., (1997), *Finante*, Editura Economică, București
26. Walter, J., (1956). *Dividend policies and Common Stock Prices*, Journal of Finance
27. Yaseen Hanaan, (2003). *Impactul factorilor socio-culturali asupra politicii de dividend*, Colecția de working papers Abc-ul Lumii Financiare. WP nr. 1/2003
28. <http://www.bvb.ro/>
29. <http://www.tradeville.eu/>