

DECIZIA DE DIVIDEND – MODALITATE DE SELECTARE A ACȚIONARIATULUI

Conf. dr. Dorel BERCEANU
Universitatea din Craiova

Abstract. *The direct purpose of every economic activity is to generate favorable results, as high as possible, and to positively motivate all the involved stakeholders. An essential element of the financial decision of the firm is the balance between paying dividends and reinvesting profits. The present paper will highlight the important role of the dividend information content for the capital markets. We consider that this role will be strengthened on the Romanian market as well as a result of capital market law and taxation law stabilization, normal functioning of companies and correct relationships on the markets.*

Scopul direct al oricărei activități economice este obținerea unui rezultat favorabil cât mai mare posibil care să asigure cointeresarea tuturor participanților la această activitate. Însă, independent de problema participării și cointeresării salariaților, *arbitrajul între distribuirea de dividende și reținerea profiturilor constituie un element esențial al oricărei decizii financiare.*

Conform legislației noastre în vigoare, **dividendul** este orice distribuire în bani sau în natură, efectuată de o persoană juridică unui participant la persoana juridică, drept consecință a deținerii unor titluri de participare la acea persoană juridică, exceptând următoarele:

- o distribuie de titluri de participare suplimentare care nu modifică procentul de deținere a titlurilor de participare ale oricărui participant la persoana juridică;

- o distribuie în bani sau în natură, efectuată în legătură cu răscumpărarea titlurilor de participare la persoana juridică, alta decât răscumpărarea care face parte dintr-un plan de răscumpărare, ce nu modifică procentul de deținere a titlurilor de participare al niciunui participant la persoana juridică;

- o distribuie în bani sau în natură, efectuată în legătură cu lichidarea unei persoane juridice;

- o distribuie în bani sau în natură, efectuată cu ocazia reducerii capitalului social constituit efectiv de către participanți.

Dacă suma plătită de o persoană juridică pentru bunurile sau serviciile furnizate către un participant la persoana juridică depășește prețul pieței pentru astfel de bunuri sau servicii, atunci diferența se tratează drept dividend.

O definiție foarte sintetică este următoarea: cota-parte din profit ce se plătește fiecărui asociat constituie dividend.

Apreciem că o *definiție precisă, clară și concisă* este următoarea: **dividendul** este orice distribuie făcută de o persoană juridică, în bani și/sau în natură, în favoarea acționarilor sau asociaților săi, din profitul net stabilit pe baza situațiilor financiare anuale, proporțional cu cota de participare a acestora la capitalul social vărsat, dacă prin actul constitutiv nu s-a prevăzut altfel.

Dividendele, în general, se plătesc în numerar, după încheierea exercițiului financiar și aprobarea situațiilor financiare anuale de către adunarea generală a acționarilor sau asociaților. În momentul distribuirii efective, firma, prin metoda stopajului la sursă, trebuie să rețină și să vireze la bugetul de stat impozitul pe dividende.

Conform Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal modificată, *incepând*

cu 01.01.2006, veniturile sub formă de dividende, inclusiv sumele primite ca urmare a deținerii de titluri de participare la fondurile închise de investiții, s-au impus cu o cotă de 10% din suma brută a acestora dacă acționarii sunt persoane juridice și 16% dacă acționarii sunt persoane fizice, *în cazul rezidenților*, și respectiv cu o cotă de 16%, indiferent dacă sunt persoane fizice sau juridice, *în cazul nerezidenților*. Facem, însă, precizarea că *începând cu 01.01.2007*, avem o cotă unică de impozit pe dividende de 16% atât pentru rezidenți cât și nerezidenți, persoane fizice sau juridice. Obligația calculării și reținerii impozitului pe veniturile sub formă de dividende revine persoanelor juridice odată cu plata dividendelor către acționari sau asociați. Termenul de virare a impozitului este până la data de 25 inclusiv a lunii următoare celei în care se face plata. În cazul dividendelor distribuite, dar care nu au fost plătite acționarilor sau asociaților până la sfârșitul anului în care s-au aprobat situațiile financiare anuale, impozitul pe dividende se plătește până la data de 31 decembrie a anului respectiv.

Stabilirea cotei de distribuire este de resortul adunării generale a acționarilor. Tot aceasta este și cea care stabilește *termenul de plată* a acestora, dacă prin legi speciale nu s-a prevăzut altfel, dar nu mai târziu de 8 luni de la data aprobării situațiilor financiare anuale aferente exercițiului financiar încheiat. În caz contrar, firma va plăti o penalitate aferentă perioadei de întârziere, la nivelul dobânzii legale.

De menționat și faptul că dividendele se vor distribui decât din profiturile reale determinate cu respectarea prevederilor legale. Orice dividend plătit contrar legii se restituie, în măsura în care firma care le-a distribuit dovedește că acționarii sau asociații au cunoscut neregularitatea distribuirii sau, în împrejurările existente, trebuiau să o cunoască. Dreptul la acțiunea de restituire a dividendelor se prescrie în termen de trei ani de la data distribuirii

lor. Dividendele care se cuvin după data transmiterii acțiunilor aparțin cesionarului, în afară de cazul în care părțile au convenit altfel.

Dividendul este principalul element al deciziei de dividend prin care se realizează remunerarea acționarilor sau asociaților. Însă, firmele dispun sau nu de alte forme monetare care permit acționarilor să beneficieze de rezultatul net ca remunerație a capitalurilor aduse ca aport în firmă.

Decizia de dividend reprezintă ansamblul acțiunilor și tehnicilor folosite pentru determinarea nivelului dividendelor ce pot fi distribuite acționarilor. În cadrul acesteia, *se pune problema de a opta între distribuirea dividendelor sau capitalizarea unei părți cât mai mari din profitul net, de către firma respectivă*.

Autofinanțarea realizată prin capitalizarea profitului creează **avantaje** pentru toate părțile interesate de viața firmei:

- *pentru acționarii firmei* crește valoarea acțiunilor, pentru că în majoritatea sistemelor fiscale câștigurile de capital sunt mai puțin taxate decât dividendele;
- *pentru managerii firmei*, deoarece le sporește autonomia și libertatea în mișcare ca urmare a scăderii nivelului de îndatorare;
- *pentru creditorii firmei* favorizează rambursarea datoriilor.

Însă, **decizia de autofinanțare este indisolubil legată de decizia de distribuire a dividendelor**. Decizia de a distribui o parte mai mare sau mai mică din profitul net acționarilor - sub formă de dividende - determină nivelul sumei din profitul net pe care o capitalizează. De aceea, **stabilirea ratei de distribuire a dividendului ((dividend pe acțiune / profit net pe acțiune)·100)** este o problemă fundamentală pentru firmă întrucât, în mod logic, *profitul net este remunerarea riscului acționarilor*.

Decizia de distribuire a dividendelor este considerată scăzută

dacă rata de distribuire este sub 20%, și puternică atunci când depășește 60%.

Pentru exemplificare am calculat rata de distribuire a dividendelor pentru

18 companii listate la Bursa de Valori București la sfârșitul anului 2005 (tabelul1).

Tabelul 1

Nr. crt	Denumire societate	Profit net total (RON)	Dividende total (RON)	Dividend persoane fizice	Dividend persoane juridice	Tip divid	Rata de distribuire a dividendului
1.	Aerostar Bacău	6.800.130	5.154.007	0,4400	0,4400	brut	75,80%
2.	Alro Slatina	115.350.606	96.539.674	0,1370	0,1370	brut	83,69%
3.	Bermas Suceava	3.566.316	1.933.159	0,1256	0,1256	brut	54,21%
4.	BRD Societe Generale	553.237.128	215.276.147	0,3089	0,3089	brut	38,91%
5.	Carbochim Cluj Napoca	376.907	329.205	0,0848	0,0848	brut	87,34%
6.	Comelf Bistrita	2.8818.579	1.866.332	0,0797	0,0797	brut	66,21%
7.	MJ Maillis România	2.881.646	1.043.172	0,1000	0,1000	brut	36,20%
8.	Oil Terminal Constanta	6.057.573	3.173.272	0,0054	0,0054	brut	52,38%
9.	Petroleportimport București	12.977.655	12.977.655	31,7500	31,7500	brut	100,00%
10.	Petrom	1.416.422.558	738.400.000	0,0130	0,0130	brut	52,13%
11.	Prodplast București	3.795.109	407.972	0,0350	0,0350	brut	10,74%
12.	Socep Constanța	2.329.579	1.098.962	0,0032	0,0032	brut	47,17%
13.	Turbomecanica București	17.706.513	16.107.695	1,0900	1,0900	brut	90,97%
14.	SIF Banat Crișana	50.429.099	27.442.463	0,0500	0,0500	brut	54,41%
15.	SIF Moldova	48.585.105	34.779.003	0,0670	0,0670	brut	71,58%
16.	SIF Transilvania	37.828.968	27.303.583	0,0500	0,0500	brut	72,17%
17.	SIF Muntenia	52.378.128	48.422.191	0,0600	0,0600	brut	88,59%
18.	SIF Oltenia	54.657.943	34.809.943	0,0600	0,0600	brut	63,68%

Din analiză se observă că în cazul a zece societăți putem vorbi de o distribuire puternică, șapte au o rată de distribuire normală și una scăzută.

O decizie de dividend optimă presupune asigurarea unui optim între partea din profitul net distribuită sub formă de dividende și partea rămasă pentru autofinanțare care va asigura creșterea viitoare a firmei, și, deci, premisele creșterii prețului acțiunilor.

Atunci când adunarea generală a acționarilor hotărăște să nu se distribuie în totalitate profitul net, o parte a acționarilor este privată de dreptul său de a realiza un venit imediat în schimbul speranței realizării unui venit viitor. Aceasta stă la **baza selectării acționarilor pentru firmă.**

Așadar, decizia de dividend poate fi privită și ca o **modalitate de selectare a acționarilor**. Astfel, deținătorii de acțiuni, pe lângă dreptul anual la dividende participă și la conducerea și gestionarea firmei, ei girând perspectiva firmei. În general, o firmă își stabilește o anumită decizie de dividend, care atrage, la rândul său, o anumită "**clientelă**", ce are în structura sa acei investitori care agreează respectiva decizie de dividend. Dacă se are în vedere ipoteza dezvoltării activității și consolidarea poziției firmei pe piață, atunci acționarii majoritari hotărăsc ca o parte a profitului să fie afectată autofinanțării. Acest fapt, însă, nu este în concordanță cu dorințele tuturor investitorilor. Există unii acționari care

preferă un venit curent sub forma dividendului unui venit viitor sub forma câștigului de capital (plus valorii) și, deci, aceștia sunt aceia care doresc ca din profitul net să se distribuie sub formă de dividende o proporție cât mai mare. În schimb, alți acționari nu au nevoie de un venit curent, ei, pur și simplu, reinvestind orice venit încasat sub formă de dividend, după plata impozitului pe dividend. Aceștia sunt cei care „militează” pentru capitalizarea unei părți cât mai mari din profitul net realizat de firmă, fiind, deci, de acord cu acțiunea de dezvoltare și consolidare a poziției firmei pe piață. Problema, în acest punct, nu este deloc simplă deoarece:

- dacă firma hotărăște să capitalizeze o parte considerabilă din profitul net, vor fi dezavantajați *acei acționari care au nevoie de venituri curente*. În principiu, aceștia pot să primească un venit sub forma câștigului de capital, dar aceasta presupune efortul moral (timp pierdut și oboseală) și bănesc (comisioanele sunt destul de consistente, cu atât mai mult cu cât tranzacțiile sunt de valori mici) pentru a vinde o parte din acțiunile lor în ideea obținerii lichidităților necesare. Așadar, de cele mai multe ori, vânzarea câtorva acțiuni, pentru a obține un venit periodic, este scumpă și ineficientă;

- dacă firma decide să distribuie o mare parte din profitul său net sub formă de dividende, vor fi dezavantajați *acei acționari care nu au nevoie curentă de lichidități*. Aceștia sunt nevoiți să primească acest venit, să plătească impozite pentru el și, după aceea, să recurgă la oboseala și cheltuiala de a reinvesti dividendele nete.

Așadar, se poate desprinde **concluzia** că *acei investitori care doresc să dispună de venit curent din investiții vor deține acțiuni ale firmelor care au ca politică distribuirea unei părți cât mai mari din profitul net obținut sub formă de dividende, în timp ce aceia care nu au nevoie de venit curent din investiții vor deține acțiuni ale firmelor care hotărăsc*

capitalizarea unei părți considerabile din profitul net.

Acționarii care nu dețin puterea de decizie și care nu sunt în „ton” cu decizia de dividend a firmei (urmăresc numai câștigul pe termen scurt) vor *protesta* prin vinderea acțiunilor pe care le dețin. În acest fel, are loc o eliminare a așa-numitului *acționariat flotant* și stabilizarea celeilalte părți cu interese pe termen lung în firmă. Acest lucru sugerează faptul că fiecare firmă trebuie să stabilească cea mai adecvată decizie de dividend pe care o consideră cea mai adecvată pentru interesele sale, iar acei acționari cărora nu le convine această decizie nu au decât să-și vândă acțiunile pe care le dețin unor acționari pe care respectiva decizie de dividend îi avantajează.

Această mișcare a acționarilor, este destul de costisitoare deoarece:

- comisioanele sunt destul de mari atunci când se pune problema vânzării titlurilor;

- există probabilitatea ca acționarii care vând să fie nevoiți să plătească impozite pe câștigul de capital. La momentul actual, pentru acțiunile deținute mai mult de un an în portofoliu impozitul pe profit plătit la vânzare este de 1% în timp ce pentru cazurile în care acțiunile au fost păstrate mai puțin de un an impozitul plătit va fi de 16% din profitul net total acumulat pe portofoliu în decursul întregului an fiscal;

- se poate întâmpla să nu se găsească acei investitori care să agreeze noua decizie de dividend declarată de firmă.

Este demn de remarcat faptul că în ultimii ani pe bursa românească investitorii au obținut câștiguri importante mizând pe acele câteva firme care în loc să plătească dividende cu regularitate au capitalizat profiturile incluzându-le în capitalul social. În felul acesta firma a avut la dispoziție resursele de finanțare necesare pentru dezvoltarea activității iar investitorii au fost mulțumiți pentru că în urma majorării de capital au primit acțiuni gratuite pe care apoi le-au putut vinde pe bursă la prețuri avantajoase. În plus,

prețul acțiunilor firmelor respective au cunoscut un trend ascendent semnificativ pentru că investițiile făcute prin încorporarea profiturilor au adus rezultatele scontate.

Toate acestea, ne conduc la concluzia că o schimbare frecventă a deciziei de dividend nu este un semnal bun pentru actualii sau potențialii investitori.

De nivelul ratei de distribuire sunt interesați direct și creditorii firmei, în special, **obligarii** acesteia, pentru ca să nu aibă loc un transfer de bogăție de la ei spre acționari. Cum remunerarea acestora este, de cele mai multe ori, fixă (nivelul dobânzii fiind fix), dacă nivelul de risc care s-a avut în vedere la stabilirea dobânzii este inferior celui real suportat, valoarea obligațiunilor lor se va diminua, antrenând transferul amintit.

Reamintind și interesul **managerilor firmei** de a beneficia prin autofinanțare de o sursă directă cu un cost egal cu costul capitalurilor proprii dar care îmbunătățește structura financiară a firmei, este evident interesul firmei pentru aplicarea unei decizii optimale de dividend care să concilieze interesele contradictorii ale principalilor *actori* ai acesteia.

Trebuie să precizăm că interesul deosebit al problematicei dividendului a făcut obiectul unor numeroase realizări teoretice și studii empirice de testare a acestor teorii și teze fără, însă, a se ajunge la puncte de vedere comune, și, de aceea, nu se poate vorbi de o decizie de dividend unitară ci mai degrabă de *metode și practici ce stau la baza deciziei de distribuire a dividendelor*.

Mai mult, teoria în acest domeniu, este cea mai puțin dezvoltată și cea mai incompletă. Decizia de dividend este și cea mai controversată pentru că „*punctul spinos*” atât pentru decizia de investiții cât și pentru decizia de finanțare este chiar dividendul.

Însă, eforturile teoretice și observațiile practice în problematica dividendelor au permis evidențierea mai multor **aspecte** dintre care, mai principale, sunt:

- modul de apreciere de către investitori a firmelor, în funcție de nivelul mai ridicat sau mai scăzut al ratei de distribuire;
- semnalul pe care-l transmit pentru investitori firmele, care, deși profitabile, nu distribuie dividende, în privința oportunităților pentru investiții. Procură viitoarele investiții mai multă bogăție decât dividendul pe care urmau să-l distribuie în prezent?;
- dacă dividendele distribuite sunt un semnal pentru investitori în ceea ce privește anticiparea pentru viitor a rentabilității firmei;
- felul în care dividendele reglează conflictele de interese între participanții activi la viața firmei.

Toate acestea evidențiază *rolul conținutului informațional* al dividendului pentru piața de capital, aspect ce considerăm că se va regăsi și în economia românească pe măsura stabilizării legislației de funcționare a pieței de capital și legislației fiscale, a funcționării normale a firmelor și stabilirii de raporturi corecte și neinfluențate de interese de grup, restrânse cu piața de capital.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

Berceanu, D.	<i>Deciziile financiare ale firmei, Ediția a doua</i> , Editura Universitaria, Craiova, 2006
Copeland, T.E. Weston, J.F.	<i>Financial Theory and Corporate Policy</i> , Third Edition, Addison-Wesley Publishing Company, New York, 1992

Cristea, H. Talpoș, I. Cosma, D.	<i>Gestiunea financiară a întreprinderilor</i> , Editura Mirton, Timișoara, 1998
Lumby, S.	<i>Investment Appraisal and Financing Decision, A first course in financial management</i> , Fourth Edition, Chapman & Hall, Londra, 1991
McLaney, E.J.	<i>Business Finance for Decision Makers</i> , 2 nd edition, Edition Pitman Publishing, London, 1994
Stancu, I.	<i>Finanțe, Ediția a treia</i> , Editura Economică, București, 2002
Van Horne, J.C.	<i>Financial Management and Policy</i> , 11 th Edition, Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1998
***	<i>Ghidul investitorului la bursă – Bursa de Valori București</i>