

Dividendová politika banky: skúsenosti zo sveta.

Úvod

Vo vyspelých krajinách trh s fondmi je prakticky jediným bezplatným zdrojom peňazí, akéhokoľvek korporačného útvaru zaoberajúceho sa rozvojom biznisu. Pre banky to má osobitý význam, nakoľko bankári, ako nikto iný vo finančnom sektore, majú všetky možnosti pre efektívne riadenie zdrojov v relatívne likvidnej podobe. Dneska na vyspelých trhoch neexistuje žiaden veľký bankový holding, ktorý by nevenoval náležitú pozornosť dividendovej politike, čo sa bezprostredne dotýka záujmov akcionárov.

Súčasná ideológia korporačného biznisu v krajinách Európskej únie, Spojených štátov amerických a Japonska sa tvorila v priebehu celého 20. storočia. Prax svedčí o tom, že najefektívnejšou formou vlastníctva sú verejné korporácie (v našich podmienkach sú to akciové spoločnosti otvoreného typu). Základom mechanizmu, ktorý ich robí efektívnym akumulátorom zdrojov, je najdôležitejší princíp, na ktorom sú vybudované všetky rozvinuté trhy – starostlivosť o ziskovosť vkladov svojich akcionárov.

1. Korporačná etika verus biznis bankového holdingu

Priorita záujmov akcionárov nezávisle od výšky nadobudnutého balíka podmienila implementáciu noriem korporačnej etiky do koncepcie vedenia biznisu bankového holdingu a v praxi vo forme dividendovej politiky sa vlieva do konkrétnych finančných tokov, podradujúcich sa určitým, niekedy tajomným zákonom, ktoré často krát určuje samotná korporácia. V konečnom dôsledku my len môžeme konštatovať, že bankový holding zaujíma tú či inú pozíciu v otázke podpory ziskovosti vlastných akcionárov. Napríklad, známy škandinávsky finančný holding Nordea zverejnil to, že je pripravený vyplatiť dividendy za 2003 rok vo výške 0,25 euro za akciu. Vo výročnej správe Nordea za 2003 finančný rok je zaznamenané, že top manažéri finančného holdingu ponúkli zvýšiť dividendy na 0,02 euro v porovnaní s 2002 rokom. Nevyhnutnosť deväťpercentného zvýšenia dividend vedenie holdingu vysvetľuje jednoducho: holding sa pridržia politiky stálych dividendových platieb,

fixuje nie výšku platieb, a stotiny súhrnných dividendových platieb od výšky čistého zisku. V uvedenom prípade koeficient platieb zafixovaný vo výške 48% z čistého zisku Nordea.

Čím sa však riadia top manažéri finančného holdingu, keď vyberajú metódy určenia dividendových platieb? Prečo, napríklad, v prípade Nordea, dividendy výplat sa fixujú vo výške práve 48% čistého zisku, a nie, napríklad, 48,9%. Ako metóda výpočtu dividendových platieb sa môže odzrkadliť na kurze akcií? Pokúsime sa to zistiť.

Korporácia môže využiť pre riešenie problematiky platieb dividend, teóriu Millera a Modeliani (Mm – teória)¹. Hoci obidvaja vedci prvýkrát opublikovali svoju teóriu ešte v 1961 roku, táto nestratila nič na aktuálnosti ani dneska. Avšak treba povedať, že jej praktické využitie je predmetom diskusii, pretože vychádzajúc z uvedenej štúdie sa vytvoril názor o nepodstatnosti dividendovej politiky na hodnotu podniku.

Podľa Mm – teórie kurz akcií je malo závislý od dividendových výplat, a táto závislosť je tým nižšia, čím je efektívnejší trh. Na efektívnych trhoch existuje celá rada doplnujúcich faktorov, ktoré vplývajú na kurz akcií vo väčšej miere, ako dividendy. Nakoľko účinné môžu byť doplnujúce faktory, aby znížili úlohu dividend, Mm - teória nevysvetľuje. Zároveň korporačná kultúra, ktorá vznikla na vyspelých trhoch, diktuje svoju logiku týkajúcich sa dividendových platieb.

Riadiac sa ideológiou priority záujmov akcionárov, ktorá prevláda na vyspelých trhoch, banková holdingová spoločnosť spočiatku sa má starať o všeobecný zisk akcionára, nakoľko práve dividendový a kapitálový zisk majiteľa akcií je „zlatým kľúčom do srdca investorov“.

Ako príklad uvedieme, všeobecný výnos jednoduchých akcií Bank of America bola veľmi dynamická v priebehu ostatných šesť rokov a pohybovala sa od 13 % ročných 1999 roku do 45 % ročných v 2002 roku. Ako väčšina amerických korporácií, Bank of America vypláca dividendy podľa zostatkového princípu, závisle od tej sumy, ktorá zostala po realizácii stratégie rozvoja spoločnosti. V podstate, akcionárom rozprávajú rozprávky o prioritě ich záujmov, ale platby sa formujú v závislosti od potrieb rozvoja spoločnosti, a Bank of America nie je jedinou vo svojom formalizme čo sa týka dividendových platieb.

Napríklad, v 2003 roku známy nemecký koncern Siemens AG zaviedol takú istú stratégiu, keď oznámil o zavedení programu EVA, hlavnou úlohou ktorého bolo zníženie nákladov. Po úspechu EVA koncern požičal viac ako 10 miliárd euro na trhu obliagačných

¹ M.H.Miller a F. Modigliani: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, 1961

úverov pod 1,5 – 2% ročných, neberúc v úvahu nevelký kapitálový zisk 2003 roku, ponechal dividendové platby na tej istej úrovni.

Jednako to je len „viditeľná“ časť dividendovej politiky. Dividendové platby sa zďaleka neobmedzujú len výplatami v hotovosti. Veľakrát spoločnosti, zvlášť Banková holdingová spoločnosť, vplývajú na kurz akcií, mňajúc mechanizmus priamych dividendových platieb. Tak, za šesť rokov počet akcií Bank of America v obehu sa znížil viac ako o 15%, a to nehladiac na mnohopočetné spojenia a fúzie, čo zaznamenala tá Banková holdingová spoločnosť. O čo sa snaží, nie je ťažké sa dovŕpiť: reč ide o zvýšení hlavného pre akcionárov ukazovateľa – čistého zisku za akciu. Pochopiteľne, riadiť ukazovateľ hlavného príjmu je možné len za pomoci manipulácie s výkazmi, a preto je tento skoro neprognozovaný, jednako vedenie Bankovej holdingovej spoločnosti, je schopné regulovať množstvo akcií v obehu. Takáto politika sa osvedčila: faktický ukazovateľ zisku za akciu (EPS) za roky 1998 – 2003 vyrástol dvakrát.

Zámena plánov dividendových platieb plánmi týkajúcich sa rozpočtových alebo fakticky získaných príjmov za akciu – je svojráznym kompromisom medzi snažením manažérov vložiť viac prostriedkov do rozvoja spoločnosti a želaniami akcionárov obdržať vyššie dividendy. Je potrebné zaznamenať, že malé alebo nestabilné dividendy len v krátkodobom horizonte sa dostávajú do protirečenia so záujmami akcionárov. V konečnom dôsledku, kapitalizácia príjmov Bankovej holdingovej spoločnosti prináša svoj efekt. Jednako úloha manažérov spočíva v tom, aby uskutočňovať politiku rovnováhy medzi investíciami, dostatočujúcimi pre rozvoj biznisu Bankovej holdingovej spoločnosti a nástrojmi akcionárov a investorov. Ak posledný pocit, že sa uskutočnila výmena dividend skoro virtuálnym EPS, trh akcií zbankrotuje.

Predstavme si, že Bank of America alebo iný americký bankový holding uskutočňuje politiku zníženia počtu akcií v obehu a rast čistého zisku v priebehu nie šiestich – siedmich rokov, ale povedzme, dvadsiatich až tridsiatich rokov. Rozmedzie medzi týmito ukazovateľmi, od ktorých záležia potenciálne dividendové platby, rastie, zväčšujúc sa geometrickým radom EPS. Nakoniec, v dlhodobom horizonte dividendové platby a kurz akcií skôr či neskôr vyrastú, samozrejme pri stabilnom znížení počtu akcií v obehu a rastu čistého príjmu.

Potenciál, ktorý je možné realizovať v priebehu dlhodobého obdobia, pridŕžajúc sa takejto stratégie, je velikánsky. Okrem toho, že realizácia stratégie rastu zabezpečí

nadhodnotu akcionárom, tiež ovplyvní to, že Banková holdingová spoločnosť predbehne konkurentov, ktorí nevenujú dostatočnú pozornosť trhu vlastných akcií.

Týmto analýza dynamiky kurzu akcií dividendových platieb Citigroup Inc. za posledných šesťnásť rokov umožňuje objaviť zaujímavé zákonitosti. Napríklad, pád kurzu akcií Citigroup Inc. v 1998 roku v čase Indonézskej krízy bol sprevádzaný rastom dividendových platieb, taktiež zvýšenie dividendových platieb pozorujeme v období trhovej recesie, spôsobenej udalosťami 11. Septembra 2001. Je očividné, že holding, diverziou svojho biznisu po celom svete, mal možnosť podržať trh vlastných akcií v Spojených štátoch amerických za pomoci zvýšenia dividendových platieb. To znamená, že dividendy zohrávajú dôležitú úlohu, ak zníženie kapitálového zisku sa kompenzuje hotovostnými platbami, následne sa trh rýchlo obnovuje.

Avšak hasiť „oheň“ na vlastnom trhu akcií dividendami – to je dosť drahá spokojnosť, často po veľkom široko rozsiahlom hasení „hasičskú skupinu“ prepúšťajú samotní akcionári kvôli tomu, že následne Banková holdingová spoločnosť začína pociťovať deficit vlastných zdrojov a ak v priemyslovom holdingu otázka nedostatku likvidných peňazí môže byť vyriešená veľmi rýchlo, tak v Bankovej holdingovej spoločnosti existujú určité obmedzenia ohľadom primeranosti a likvidity.

Ako ukázali výskumy, existuje kategória bank, ktoré musia vyplácať vysoké dividendy v čase trhových katastrof. Tajomstvo tohto javu spočíva – v závislosti medzi dynamikou trhových indexov a akcií Bankovej holdingovej spoločnosti, čo veľmi dobre opisuje koeficient beta z Modelu hodnotenia kapitálových aktív. Pripomenieme, že čím je posledný bližší k jednotke, tým viac akcii Bankovej holdingovej spoločnosti záleží od trhového indexu. A naopak, čím viac sa tento koeficient odlišuje od jednotky, tým vyššia bude amplitúda (výchylka) výkyvov kurzu akcií takejto Bankovej holdingovej spoločnosti v porovnaní s výkyvmi trhu.

Stotinová zmena akcií Bankovej holdingovej spoločnosti vždy predbieha trhový index. napríklad, ak trhový index sa znižuje na 2 – 3%, tak akcie J.P.Morgan Chase sa znižujú na 5 – 7%, a naopak.

Ukázalo sa, že akcie Suntrust Bank sú indiferentné k trhovým výkyvom. Bezpochyby, obidve Bankové holdingové spoločnosti sa nachádzajú v rozličných „váhových kategóriách“ a sú orientované na rozličné segmenty finančného trhu. Práve kvôli svojej prírodnej odlišnosti a nerovnakému stupňu závislosti od trhového prostredia tieto uskutočňujú rozličnú dividendovú politiku. Túto situáciu veľmi dobre ilustrujú udalosti z marca 2003 roka, kedy

index a akcie obidvoch bank už po niekoľkýkrát rázne padli. Tak, v porovnaní s januárom 1998 akcie J.P.Morgan Chase padli na 60%, a akcie Suntrust Bank sotva prevýšili úroveň 30%. V tejto situácii obidve banky kvôli udržaniu adekvátnej ziskovosti akcionárov boli nútené minúť rozličné sumy na opatrenia pre záchranu trhu vlastných akcií.

2. Prepojenie bankových holdingových spoločností a veľkých korporácií finančným biznisom

Výskumy, uskutočnené v deväťdesiatych rokoch 20. storočia nezávislými odborníkmi a vládnyimi agentúrami Spojených štátov amerických ukázali, že Bankové holdingové spoločnosti a veľké korporácie, sú prepojené s finančným biznisom, koeficient ktorých je značne vyšší ako jednotka, častejšie zväčšujú dividendové výplaty v čase krízy, ako Bankové holdingové spoločnosti z beta, ktorých koeficient je významne nižší ako jednotka. Je zaujímavé, že medzi bankami takáto metóda skrytej podpory trhu vlastných akcií, ako výkup akcií s nasledujúcim anulovaním, je veľmi populárny. Investiční analytici ukazujú na nebezpečenstvo rastu úlohy podnecovania v prípade, ak taktika skrytých výplat zostáva nezmenenou v dlhodobom horizonte, nakoľko počet akcií vo vlastníctve top manažérov každoročne rastie, a počet akcií vo voľnom obehu – sa znižuje. Nehľadiac na obmedzenia práv hlasu podľa akcií, ktoré sa nachádzajú v kompetencii personálu, podnecovanie pre Bankovú holdingovú spoločnosť môže byť serióznym nebezpečenstvom.

Analýza rozličných stratégií taktík, používaných pre vyplatenie dividend, ukázala, že v princípe neexistujú jednoznačne efektívne metódy, okrem výkupu a anulovania vlastných akcií v dlhodobom horizonte. Jednako, dokonca na vyspelých trhoch, kde vzťahy medzi investormi a Bankovými holdingovými spoločnosťami sa nachádzajú pod prísnyim dozorom regulátorov, faktor výplaty dividend často sa stáva predmetom špekulácií vyššieho manažérskeho personálu.

Detailné skúmanie Bankovej holdingovej spoločnosti v Spojených štátoch amerických a Európskej únii nás oprávňuje tvrdiť, že v bankovom biznise stratégia a taktika výplaty dividend prakticky na sto percent záležia do toho, nakoľko isto sa cítia manažéri. Oni prijímajú rozhodnutia ohľadom výplaty dividend, sa musia riadiť záujmami akcionárov. Preto v prípade, kedy manažéri tajne kontrolujú Bankovú holdingovú spoločnosť, takáto ideológia môže byť likvidujúca. Zároveň, formálne top manažéri sa nevymykajú ideológii, ktorá je prijatá v západnom svete. Oni nemôžu všetkých upovedomiť o tom, že ich akcionári pre nich teraz nič neznameniajú. Práve v Bankových holdingových spoločnostiach zo silnou

podnecovanou kontrolou sa administrácia často musí zaoberať politikárčením a takýchto príkladov poznáme nemálo.

Položme si otázku ako sa situácia v danej oblasti vyvíja v súčasnosti? Zdôraznime, že aj v ostatných rokoch aj na vyspelých trhoch hovoriť o masovosti dividendových platieb nie je na mieste. Podľa rozličných hodnotení v Spojených štátoch amerických na regulárnom základe vypláca dividendy len približne štvrtina korporácii, medzi iným aj bank. Pritom celkom dôležitým faktorom, ktorý vplýva na kvantitatívne parametre takýchto platieb, je štruktúra akciového vlastníctva s dominanciou v nej drobných akcionárov. Medziiným, udalosti ostatných rokov na fondových trhoch nútia stále častejšie hovoriť o „podpornej“ úlohe dividend v podmienkach krízy. Tak, v roku 2001 súhrna ziskovosť akcií so započítaním inflácie na americkom trhu činila -13,68%, pritom výnos z dividend tvoril +1,32%, a výnos rastu -13,04%. Situácia sa zopakovala aj v krízovom 2008 roku: výnos rastu -38,49%, výnos z dividend +1,88%.

Preto rozhodnutia amerických manažérov ohľadom platieb z dividend v období krízy sú typické pre prípady, ktoré sú opísané vo vedeckej literatúre:² krátenie dividend vyvolané želaním maximalizovať vnútorné rezervy v podmienkach obmedzeného prístupu k zdrojom finančného trhu. A ukázalo sa, že podobná politika mala svoje opodstatnenie. Pretože 17.1.2011 americký denník The New York Times napísal:

3. Americké banky po trojročnej pauze začali vyplácať dividendy

V uvedenom roku banky začali znova vyplácať dividendy čo v minulosti nerobili, keďže potrebovali peniaze z dôvodu poškodenia krízou. Obrat v ich pozícii do penzijných fondov a americkým dôchodcom, ktorí stavili na bankové akcie, priniesol miliardy dolárov.³ Napríklad finančný ústav JPMorgan Chase v štvrtom štvrtroku 2010 zvýšil čistý zisk o 47 percent na 4,8 miliardy dolárov. Takýto výsledok prekonal všetky očakávania analytikov.

Aj ďalším bankám takým ako Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs a Wells Fargo, ktorým už druhý rok po sebe rástli zisky, regulátori trhu povolili navýšenie dividend.

² R.A.Brealey, S.C.Myers: Teória a prax firemných financií, East, Praha 1999; Chovancová B. a kolektív: Finančný trh - Nástroje, transakcie, inštitúcie, IURA Edition, Bratislava 2006; Ivanová, E., Janský, B.: Proces zavedenia eura a vývoj inflácie v SR. In: VEDECKÝ OBZOR. - ISSN 1337- 9054. - Roč.1,č.3(2009), s.41-55.

³ Americké banky po trojročnej pauze začnú vyplácať dividendy. In.: <http://www.akcie.webnoviny.sk/spravodajstvo/4180/ekonomika/americke-banky-po-trojrocnej-pauze-zacnu-vyplacat-dividendy->

V období hlbokej finančnej krízy v rokoch 2008 a 2009 uvedené banky zrazili kedysi mimoriadne lukratívne dividendy na minimum. Napríklad banka JPMorgan, ktorá v súčasnosti vypláca ročnú dividendu 20 centov na akciu, pred krízou to bolo 1,52 dolára. Celkovo v roku 2007, poslednom roku pred krízou, finančné akcie v indexe Standard & Poor's 500, vyplátili na dividendách 51 miliárd dolárov. V minulom roku to bolo 19 miliárd dolárov. Tento rok by táto suma mala vzrásť. "Ide o významný míľnik," povedal analytik Gerard Cassidy pracujúci pre spoločnosť RBC Capital. Návrat dividend podľa neho znamená, že sú banky opäť na nohách.

Ich ozdravenie po finančnej kríze pritom prišlo rýchlejšie, než sa očakávalo. Napomohli tomu federálne záchranné programy, ktoré celkovo dosiahli troch biliónov dolárov, nízke úrokové sadzby a rastúci akciový trh. Banky by tak za rok 2010 podľa odhadov mali dosiahnuť zisk 70 miliárd dolárov. Medziročne by to bolo o 12,5 miliardy viac.

Navýšenie dividend musia schváliť regulačné orgány. Ešte predtým ale banky musia prejsť ďalším okolo záťažových testov, ktoré americká centrálna banka začala tento týždeň a ktoré majú preveriť ich finančné zdravie pred prípadnou ďalšou krízou. Zároveň tiež budú musieť vyhovieť prísnejším kapitálovým požiadavkám, ktoré priniesli nové medzinárodné dohody a reforma finančného sektora prijatí v USA.

Treba zdôrazniť, že dividendy sú aj citlivou politickou otázkou. Mnoho voličov sa totiž stále hnevá kvôli vysokej vládnej pomoci bankám po finančnej kríze a podobné správy nenesie LIBE. Naposledy verejnosť rozčúlil návrat vysokých platových bonusov pre finančníkov pracujúcich na Wall Street. Dividendy sa tak možno budú obnovovať postupne.

Záver

Avšak treba vedieť, že banky ostanú pod tlakom. Dividendy budú môcť vyplatiť len finančné inštitúcie, ktoré ustoja záťažové testy. Prepád akcií na burze a pokračujúca nedôvera v ich zdravotný stav znepokojili aj americký FED., ktorý uskutočnil záťažový test už v roku 2009. Zistil pri ňom, že desať bánk potrebuje zvýšiť vlastný kapitál o 75 miliárd dolárov. Prehlbovanie krízy v eurozóne a možnosť návratu recesie vyvolávajú nové obavy o zdravotný stav finančných bilancií, ktoré sa topia vo vládných dlhopisoch. Tie sú pod silným predajným tlakom investorov a ich status bezpečného prístavu pre investície sa až na pár výnimiek stráca.⁴

⁴ Kukučka, J.: FED sa chystá tvrdo testovať americké banky. In.: TREND, 23.11.2011.