

## Ocena polityki wypłaty dywidend z wykorzystaniem rachunku przepływów pieniężnych – badania empiryczne

Bogumiła Brycz, Marek Pauka

*Polskie spółki giełdowe coraz częściej świadomie wprowadzają zwyczaj regularnego wypłacania dywidend. Celem artykułu jest przeprowadzenie oceny polityki wypłaty dywidend na podstawie rachunku przepływów pieniężnych oraz identyfikacja źródeł finansowania wypłat dywidend. Autorzy przeprowadzili analizę finansową na podstawie przepływów pieniężnych 23 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które regularnie, od co najmniej 5 lat wypłacały dywidendy w latach 2006–2010.*

### 1. Wstęp

Postawione przez Fishera Blacka pytanie, dlaczego przedsiębiorstwa wypłacają dywidendy (z jednej strony), a dlaczego przyciąga to uwagę inwestorów (z drugiej), nadal wydają się pozostawać bez jednoznacznej odpowiedzi (Black 1996: 8). Decyzje dotyczące podziału lub zatrzymania zysku można zaliczyć do najtrudniejszych, jakie stoją przed właścicielami przedsiębiorstw.

Jeśli dywidendę potraktować jako wynagrodzenie dla właścicieli za udostępniony przez nich kapitał, wówczas w przypadku formułowania polityki dywidendy można uzależnić poziom wypłacanej dywidendy od bieżących stóp procentowych, np. zarząd ATM S.A. zapowiedział, że będzie rekomendować akcjonariuszom wypłatę dywidendy na poziomie wyższym niż odsetki uzyskane z lokat pieniężnych, przyjmując stopę dywidendy na poziomie nie niższym niż EURIBOR1Y +0,5 punktu procentowego, licząc od wartości rynkowej spółki (Raport bieżący nr 25/2006 ATM S.A.). Wypłata dywidendy to także jedno z narzędzi komunikacji między inwestorami a zarządzającymi, poprzez które lepiej poinformowani zarządzający przekazują inwestorom swoją opinię dotyczącą kondycji i przyszłej sytuacji w spółce (Lintner 1956: 97–113, Miller i Rock 1985: 1031–1051), zmniejszając asymetrię informacji.

Celem artykułu jest, po pierwsze dokonanie oceny, czy spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i płacące regularnie dywidendy transferują do swoich akcjonariuszy za dużo czy za mało środków

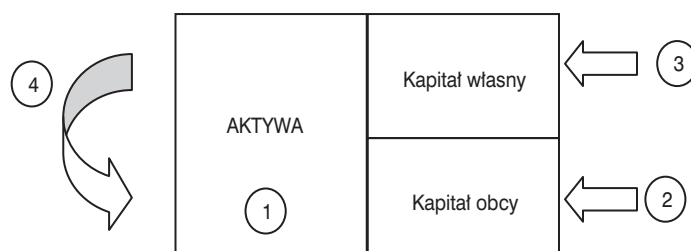
pieniężnych, a po drugie dokonanie analizy badanych spółek pod kątem źródeł finansowania wypłacanych dywidend. Jako podstawę do oceny przyjęto uproszczony poziom przepływów pieniężnych do dyspozycji dla akcjonariuszy, obliczony jako środki pieniężne wygenerowane w danym okresie skorygowane o transfery środków pieniężnych od i do właścicieli (nazywane dalej FCFE, tj. *free cash flow to equity*). Porównując generowane nadwyżki do wypłacanych dywidend, dokonano podziału spółek na te, które powinny dywidendę ograniczać (jeśli generowane przepływy do dyspozycji dla właścicieli nie wystarczały na pokrycie dywidend), oraz te, które mogą dywidendę zwiększać (gdy FCFE były wyższe od transferów pieniężnych do właścicieli), zgodnie ze schematem pokazanym w tabeli 1.

Transfery	ROE < R	ROE > R
do właścicieli < FCFE	Zwiększyć dywidendę Ograniczyć inwestycje	Zwiększyć dywidendę Możliwość akumulacji środków pieniężnych
do właścicieli > FCFE	Ograniczyć dywidendy Ograniczyć inwestycje	Ograniczyć dywidendy Zwiększyć inwestycje

Tab. 1. Polityka dywidendy a efektywność wykorzystania kapitału własnego. Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Damodaran 2007. *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Gliwice: Helion, s. 1069.

Przy badaniu źródeł finansowania wypłat dywidend źródłem informacji był również rachunek przepływów pieniężnych, na podstawie którego podjęto próbę analizy czy spółki wypłacające regularnie dywidendę (rysunek 1):

1. Dysponują środkami pieniężnymi na takim poziomie, który pozwala na wypłatę dywidend.
2. Są zmuszone do zaciągania dodatkowego długu w formie kredytów, pożyczek, ewentualnie emitują papiery dłużne.
3. Pozyskują środki pieniężne w postaci podwyższenia kapitału własnego, przeznaczając je na finansowanie wypłat dywidend.
4. Są zmuszone do upłynniania aktywów trwałych.



Rys. 1. Źródła finansowania wypłat dywidend a bilans. Źródło: opracowanie własne.

Każdy z przedstawionych wariantów niesie ze sobą pewne niedogodności, przykładowo nadmiar środków pieniężnych może wskazywać, że spółka nie potrafi lub nie ma pomysłu, aby go efektywnie wykorzystać. Zaciąganie kredytów obniża zdolność kredytową, zwiększa ryzyko bankructwa oraz wiąże się z koniecznością płacenia kosztów finansowych. Z kolei emisja akcji generuje koszty emisji, a kapitał powracający do właścicieli obciążony jest podatkiem. Upłynnienie posiadanych aktywów rzeczowych może sugerować, że nie były one spółce potrzebne (nie wykorzystywała je optymalnie), a jeśli były, to ich pozbycie się spowoduje w przyszłości ograniczenie zdolności do generowania środków pieniężnych.

## 2. Metodyka badań

Do badań wybrano spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), które w latach 2006–2010 co roku wypłacały dywidendy. Bazując na rocznikach giełdowych (Giełda Papierów Wartościowych 1999–2010) publikowanych przez Giełdę zidentyfikowano 23 spółki spełniające to kryterium. Podkreślić należy, iż poza 5 spółkami, które wypłacały dywidendy tylko w ostatnich 5 latach, pozostałe wypłacały dywidendy również w okresie 1999–2005, zwłaszcza: DĘBICA, HYDROTOR i INSTAL KRAKÓW wypłacały dywidendy w każdym roku przez 12 analizowanych lat.

Następnie zgromadzono dane finansowe wybranych podmiotów, przedstawiane w raportach okresowych rocznych (opublikowane sprawozdania finansowe) i w raportach bieżących, w których spółki podawały informacje o podjętych uchwałach o wypłacie dywidend. Bazując na danych zawartych przede wszystkim w rachunku przepływów pieniężnych, wyznaczono:

- wskaźnik wypłaty dywidendy, liczony jako wypłacona w danym roku dywidenda ( $D$ ) do zysku netto ( $ZN$ );
- wskaźnik rentowności kapitałów własnych ROE liczony na bazie zysku netto;
- przepływy FCFE, liczone według formuły:  
przepływy netto z danego roku
  - + dywidendy wypłacone
  - + wydatki na nabycie akcji własnych
  - + wydatki związane z transakcjami z udziałowcami niekontrolującymi
  - wpływy związane z transakcjami z udziałowcami niekontrolującymi
  - wpływy netto z emisji akcji i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału
  - wpływy z tytułu zbycia akcji własnych;
- wskaźnik udziału dywidend i innych transferów środków pieniężnych do właścicieli (np. *buy back*) w wolnych przepływach pieniężnych do dyspozycji właścicieli ( $D/FCFE$ ), przy czym strumienie te były obliczane dla okresów generowania zysków.

Następnie dokonano podziału spółek na cztery grupy, zgodnie z koncepcją A. Damodarana zaprezentowaną w tabeli 1, a w zidentyfikowanych grupach dokonano analizy przepływów pieniężnych, przede wszystkim koncentrując się na źródłach pochodzenia nadwyżek środków pieniężnych.

Przy identyfikacji źródeł finansowania transferów do właścicieli, przedsiębiorstwo zostało potraktowane jako „zbiornik płynności” (Michalski 2004: 25) i zastosowano uproszczoną procedurę, przyjmując następującą kolejność finansowania:

1. Z nadwyżek uzyskanych z działalności operacyjnej (CFO+) pokrywano wydatki z części finansowej, dotyczące długu (spłaty odsetek i rat kapitałowych).
2. Wpływy z działalności inwestycyjnej służyły w pierwszej kolejności na pokrycie wydatków z działalności inwestycyjnej, w efekcie czego wyznaczano saldo na działalności inwestycyjnej (CFI).
3. Wpływy w części finansowej (CFF+), ale wyłącznie pochodzące z pozyskiwania kapitału obcego, przeznaczano w pierwszej kolejności na pokrycie niedoborów w części inwestycyjnej.
4. W razie potrzeby/możliwości nadwyżki z pkt. 1 służyły do pokrycia niedoborów w części inwestycyjnej (jeśli nie wystarczała nadwyżka generowana w pkt. 2 i 3) lub nadwyżki z pkt. 2 i 3 służyły do pokrycia luki płynności w ramach działalności operacyjnej.
5. Jeśli środki okresu były za niskie, aby pokryć zapotrzebowanie w działalności operacyjnej, inwestycyjnej czy finansowej (w części – obsługa długu), wówczas uwzględniano stan początkowy środków pieniężnych.
6. Jako ostateczność potraktowano uzupełnianie płynności z kapitałów pochodzących od właścicieli.

### 3. Analiza wyników

Na podstawie informacji zawartych w Rocznikach Giełdowych dla lat 1999–2010 zidentyfikowano 23 spółki, które co roku w latach 2006–2010 wypłacały dywidendy. W tabeli 2 została przedstawiona struktura właścicielska w tych spółkach według udziału w kapitale własnym. Po analizie korelacji nie można jednoznacznie wskazać istotnych powiązań między parametrami dotyczącymi dywidend i sposobu ich finansowania a ujawnionymi właścicielami. Prawie 74% (17 z 23) spółek z badanej grupy ma ujawnionych akcjonariuszy z udziałem w kapitale własnym przekraczającym 50%.

Na podstawie sprawozdań finansowych<sup>1</sup> zidentyfikowano 92 obserwacje, tj. dla 23 spółek wyznaczono poziomy przepływów pieniężnych do dyspozycji dla właścicieli FCFE, wygenerowane dla lat 2006–2009 (dalej: okres generowania zysków), czyli z lat, kiedy spółki wypracowywały zyski wypłacane następnie w latach odpowiednio 2007–2010 (dalej: okres wypłacania dywidend). W latach 2006–2009 zidentyfikowano 21 przypadków (23% obserwacji), kiedy przepływy FCFE były ujemne. Oznaczało to, że spółki wypła-

Spółka	Struktura w %						Liczba lat z wypłatą dywidendy**
	Osoby fizyczne	Inwestorzy finansowi*	Inwestor branżowy	Skarb państwa	Pozostałe	Razem	
APATOR	42,13	–	–	–	9,58	51,71	11
ASSECOPOL	10,42	22,79	–	–	–	33,21	6
ATMGRUPA	66,14	15,13	–	–	–	81,27	7
BEDZIN	–	–	69,56	14,88	–	84,44	8
DEBICA	–	11,81	66,05	–	–	77,86	12
DECORA	22,56	30,11	26,55	–	1,76	80,98	5
EFEKT	8,28	–	–	–	23,70	31,98	11
ELBUDOWA	–	57,54	–	–	–	57,54	9
EUROCASH	52,03	5,03	–	–	–	57,06	5
HYDROTOR	20,96	7,26	–	–	–	28,22	12
INSTALKRK	26,00	17,91	–	–	–	43,91	12
KGHM	–	–	–	31,79	–	31,79	8
KOGENERA	–	17,24	50,00	–	–	67,24	10
NORTCOAST	64,28	9,79	–	–	–	74,07	5
PGNiG	–	–	–	72,42	–	72,42	5
POLIMEXMS	–	31,07	–	–	2,58	33,65	6
ŚNIEŻKA	68,95	12,47	–	–	–	81,42	7
STALPROD	0,98	–	38,96	–	40,75	80,69	10
STALPROFI	–	5,14	32,68	–	44,81	82,63	11
TPSA	–	5,05	49,78	–	–	54,83	10
TUP	65,30	13,00	–	–	–	78,30	5
WANDALEX	81,95	–	–	–	–	81,95	9
ŻYWIEC	–	36,22	61,94	–	–	98,16	8

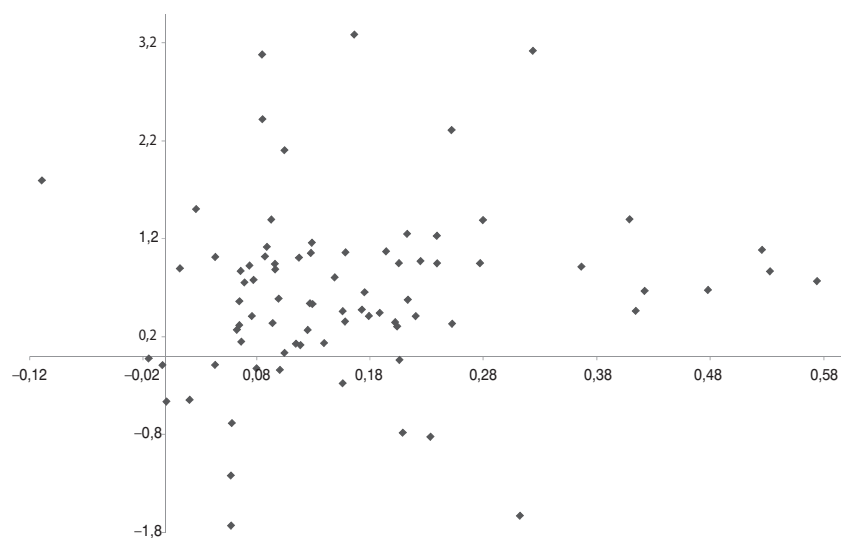
\* Fundusze inwestycyjne, przedsiębiorstwa zarządzające aktywami, fundusze emerytalne itp.

\*\* Od 1999 do 2010 r.

Tab. 2. Struktura właścicielska w spółkach wypłacających dywidendy według stanu na czerwiec 2011 r. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z portalu stooq.com.

cały dywidendy, mimo iż w okresie generowania korzyści dla akcjonariuszy przeważały wydatki nad wpływami lub środki pieniężne pochodziły z emisji akcji. Kolejne 29% przypadków to takie, w których spółki wypłacały więcej środków pieniężnych niż wygenerowały (choć tym razem udało im się osiągnąć FCFE dodatnie), przy czym jako skrajność należy potraktować ŚNIEŻKĘ, która w 2007 r. dokonała wykupu akcji własnych w kwocie 46 mln zł i wypłaty dywidendy w kwocie 15,1 mln zł, generując w roku 2006 FCFE na poziomie 1 mln zł (choć w roku 2007 wypracowała 58 mln zł

nadwyżki dla właścicieli). W 44 przypadkach (48%) spółek wypłacono akcjonariuszom mniej środków pieniężnych niż wypracowano do dyspozycji (średnia w tej grupie wyniosła 57%). Na rysunku 2 przedstawiono wykres rozrzutu dla wskaźnika D/FCFE i ROE po wyeliminowaniu 12 skrajnych obserwacji.



Rys. 2. Gotówkowy wskaźnik wypłaty dywidend (D/FCFE) a rentowność netto kapitałów własnych (ROE). Źródło: opracowanie własne.

Po dokonaniu podziału spółek według kryteriów zaproponowanych przez A. Damodarana (przy czym oczekiwaną stopę zwrotu przyjęto na poziomie 11%<sup>2</sup>), otrzymano następujące wyniki:

- 30% (28 obserwacji) spółek mogło (zgodnie z zaleceniem przedstawionym w tabeli 1) zwiększyć dywidendy i miało możliwość akumulacji środków pieniężnych, gdyż transfery do właścicieli nie przekraczały FCFE, a rentowność kapitałów własnych przekraczała stopę 12% (analizowana sytuacja wystąpiła trzykrotnie w spółkach ŻYWIEC i STALPRODUKT);
- 29% (27 obserwacji) to przypadki, kiedy należałoby ograniczyć dywidendy i zwiększyć skalę inwestycji, korzystając z tego, że realizowane projekty są wysoko zyskowe, gdyż transfery do właścicieli przekroczyły FCFE, a rentowność kapitałów własnych była wciąż powyżej oczekiwań akcjonariuszy;
- 24% (22 obserwacje) dotyczyło sytuacji, kiedy należało ograniczyć zarówno nakłady inwestycyjne, jak i wypłacaną dywidendę, gdyż przedsiębiorstwo nadmiernie wypłacało dywidendy, a jednocześnie zainwesto-

wane kapitały nie przynosiły satysfakcjonującej stopy zwrotu (w tej grupie na uwagę zasługują dwie spółki: EFEKT i PGNiG, w których sytuacja ta wystąpiła trzykrotnie w analizowanym okresie);

- 16% (15 obserwacji) przypadków znalazło się w grupie, która powinna ograniczyć inwestycje ze względu na ich niską rentowność, a jednocześnie zwiększyć dywidendy.

W tabeli 3 przedstawiono średnie udziały poszczególnych źródeł finansowania transferów (dywidend i innych) do właścicieli w zidentyfikowanych czterech grupach spółek.

Źródło finansowania transferów	Transferów za mało – niska rentowność	Transferów za mało – wysoka rentowność	Transferów za dużo – wysoka rentowność	Transferów za dużo – niska rentowność
CFO +	80,4	70,4	29,8	22,0
CFI +	0,0	3,7	0,0	0,0
CFF +	13,3	25,2	10,8	9,1
Środki pieniężne na początek	4,7	0,6	53,5	64,4
Wpłaty kapitału własnego	1,6	0,0	6,0	4,5

Tab. 3. Struktura finansowania transferów do właścicieli (w %). Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych spółek.

Należy zwłaszcza zwrócić uwagę, że:

1. W przypadku grup, w których występowała zdolność do generowania nadwyżek środków pieniężnych (FCFE) na poziomie wyższym niż wypłacane w następnym roku dywidendy, występował bardzo duży udział nadwyżek przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.
2. W przypadkach, gdy generowane środki do dyspozycji nie wystarczały na wypłatę dywidend, a często były ujemne, saldo przepływów z działalności operacyjnej było z reguły na niskim poziomie albo ujemne, tj. bieżące nadwyżki operacyjne nie wystarczały na finansowanie bieżącej działalności.
3. W sytuacji, gdy występowało nadmierne drenowanie spółek ze środków pieniężnych przez właścicieli, posiłkowały się one przede wszystkim oszczędnościami z lat poprzednich.
4. Zdolność do zaciągania zobowiązań i wykorzystanie tych możliwości w celach innych niż inwestycyjne wyraźnie wyróżnia grupę spółek o wyższej rentowności w porównaniu z tymi o rentowności niższej. Można uznać, że przy wyższej rentowności i zdolności do generowania środków pieniężnych dla właścicieli same instytucje finansowe są bardziej skłonne do udzielania kredytów, ale również dla samych spółek zaciąganie długu będzie skutkowało pozytywnym efektem dźwigni finansowej, czyli wzrostem rentowności kapitału własnego.

5. Przy podwyższonych transferach zdarzają się częściej sytuacje, kiedy spółki emitują nowe akcje, aby przeznaczyć je następnie na wypłatę dywidend albo *buy back*.
6. Sporadycznie zdarzały się sytuacje, iż nadwyżki z działalności inwestycyjnej służyły na pokrycie dywidend (w grupie „transferów za mało – wysoka rentowność” dotyczyło to spółki TUP, która dokonywała obrotu na instrumentach finansowych).

#### 4. Podsumowanie

Na poziom wypłaty dywidendy i innych transferów do akcjonariuszy wpływ mają m.in. preferencje inwestorów, chęć przekazywania sygnałów do właścicieli, ograniczenia prawne, efekt klienteli, dostępność innych możliwości inwestycyjnych, ale również dostępność środków pieniężnych oraz potrzeba utrzymania kontroli nad przedsiębiorstwem (Sierpińska 1999: 119). W artykule przedstawiono badania nad wypłatami dywidend dla spółek co roku wypłacających je co najmniej przez pięć kolejnych lat w okresie lat 2007–2010. Dokonano analizy możliwości i efektywności wypłat na podstawie podejścia zgodnego z koncepcją zarządzania przedsiębiorstwem przez wartość, tj. porównując wypłaty do wypracowanych środków postawionych przez spółkę do dyspozycji właścicielom oraz rentowność kapitału własnego z oczekiwaną stopą zwrotu inwestorów.

Dzięki wprowadzonym dwóm kryteriom wyizolowano cztery podgrupy, w których dokonano oceny źródeł finansowania, przy wykorzystaniu rachunku przepływów pieniężnych. Główne różnice zauważyć można między grupami, które płaciły za mało i za dużo dywidend w porównaniu do wypracowanych nadwyżek (FCFE). W grupach wypłacających niskie dywidendy stopień finansowania z bieżących nadwyżek z działalności operacyjnej był wyraźnie wyższy. Ten sposób finansowania można uznać za najbardziej prawidłowy i nie ograniczający nadmiernie rozwoju przedsiębiorstwa.

Z kolei w podgrupach nadmiernie wypłacających dywidendy najważniejszym źródłem finansowania okazały się środki pieniężne na początek okresu, czyli można przypuszczać, iż poprzez nadmierne transfery przedsiębiorstwa wypłacały środki pieniężne wygenerowane w latach wcześniejszych. Mogło to sugerować, że zarządy tych przedsiębiorstw nie mają pomysłu na realizację nowych projektów, co nabiera szczególnego uzasadnienia w grupach o niskiej stopie rentowności. Charakterystycznym zjawiskiem była nieregularność źródeł finansowania i przynależności do poszczególnych grup podziału, co oznacza, że jakość polityki dywidend miała raczej charakter przypadkowy i „kumulacyjny”. Widoczne to było szczególnie przy grupowaniu ze względu na wysokie i niskie transfery, gdzie tylko w przypadku jednej spółki przez cały analizowany okres nie wypłacono ani razu transferów wyższych niż FCFE. Podkreślić jednak należy, że dziesięć spółek przez co najmniej trzy lata generowało rentowność



ponadprzeciętną, tylko sześć – przez okres co najmniej trzech lat rentowność niższą od wymaganej.

Zdaniem autorów, podjęte badania wymagają kontynuowania i rozszerzenia o spółki, które nieregularnie wypłacały dywidendy.

### **Informacje o autorach**

Bogumiła Brycz – Politechnika Wrocławska.

Marek Pauka – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu.

### **Przypisy**

- <sup>1</sup> Bazowano na sprawozdaniach udostępnionych w ramach raportów okresowych rocznych, dostępnych w serwisie [www.gpwinfostrafa.pl](http://www.gpwinfostrafa.pl).
- <sup>2</sup> Było to uproszczenie wynikające z uśrednienia stóp zwrotu przyjmowanych przez analityków giełdowych.

### **Bibliografia**

- Black, F. 1996. The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, Special Issue.
- Damodaran, A. 2007. *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Gliwice: Helion.
- Giełda Papierów Wartościowych 1999–2010. *Analizy i statystyki – Roczniki giełdowe za lata od 1999 do 2010*, [http://www.gpw.pl/roczniki\\_gieldowe](http://www.gpw.pl/roczniki_gieldowe).
- Lintner, J. 1956. Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, nr 2 (46).
- Michalski, G. 2004. *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansowym*, Warszawa: CeDeWu.
- Miller, M. i K. Rock 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, nr 40.
- Raport bieżący nr 25/2006 ATM S.A. z 8 czerwca 2006 r., [www.gpwinfostrafa.pl](http://www.gpwinfostrafa.pl).
- Sierpińska, M. 1999. *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.