

MIROSLAW WYPYCH

**WYPŁATA DYWIDENDY  
W ŚWIETLE FINANSOWYCH DOKONAŃ PRZEDSIĘBIORSTWA  
– ANALIZA NA PODSTAWIE PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH**

**Słowa kluczowe:** dywidendy, zysk ekonomiczny, spółki giełdowe, koszt kapitału

**Keywords:** dividends, economic profit, listed company, the cost of capital

**Klasyfikacja JEL:** G32

### **Wprowadzenie**

Jednym z atrybutów gospodarki rynkowej jest prywatna własność kapitału i konieczność wynagradzania właścicieli kapitału za ich inwestycje. Odnosi się to między innymi do inwestycji w akcje spółek giełdowych. Korzyści finansowe z tytułu posiadania akcji generalnie uwarunkowane są wzrostem kursów giełdowych oraz wypłatą dywidend. O ile na kształtowanie się cen akcji spółka nie ma bezpośredniego wpływu, to płacenie dywidend stanowi rezultat podejmowanych w spółce decyzji dotyczących podziału zysku. Oznacza to, że wypłata dywidendy i jej wysokość zależą od osiągniętych przez spółkę wyników finansowych. Tradycyjnym kryterium oceny dokonań przedsiębiorstwa jest zysk netto, będący miernikiem księgowym. Coraz częściej do oceny finansowych dokonań przedsiębiorstwa wykorzystywana jest także kategoria zysku ekonomicznego. Zysk ekonomiczny informuje, w jakim stopniu spółka kreuje wartość dla właścicieli. Wydaje się zatem uzasadnione rozpatrywanie dywidendy nie tylko w kontekście zysku księgowego, ale również i zysku ekonomicznego. Celem artykułu jest ocena relacji między poziomem wypłacanych przez spółki dywidend a generowanymi przez nie wynikami finansowymi, jakimi są zysk księgowy i zysk ekonomiczny. Na tym tle zbadana zostanie także relacja między zyskiem księgowym a zyskiem ekonomicznym. Obiektem badania są spółki reprezentujące przemysł przetwórczy, które w latach 2010 i 2011 wypłaciły dywidendy. Do opracowania empirycznej części artykułu wykorzystano sprawozdania finansowe z bazy *Notoria Serwis*, komunikaty wybranych spółek oraz informacje zawarte w opracowaniu firmy *Value Based Advisors (VBA): Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA®. Ranking Spółek Giełdowych 2011.*

## Wybrane uwarunkowania wypłaty dywidendy

Rozliczanie wyniku finansowego netto i związany z tym podział zysku stanowią jeden z ważniejszych obszarów strategicznych decyzji finansowych w przedsiębiorstwie. Decyzje te pozostają w ścisłym związku z takimi aspektami funkcjonowania spółek, jak formułowanie celu głównego, optymalizacja struktury finansowania czy koszt kapitału. W odniesieniu do spółek giełdowych, w przypadku występowania mocnej formy efektywności rynku kapitałowego, istnieje duże prawdopodobieństwo przekładania się tych decyzji na poziom kursów akcji. Z interesującego nas punktu widzenia istotny jest przede wszystkim problem uwarunkowań podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy i jej wysokości.

Pojęcie dywidendy, aczkolwiek jest wieloznaczne, najczęściej kojarzy się z udziałem akcjonariuszy w zyskach spółki (łac. *dividendum* – rzecz do podziału). Dywidenda jest wynagrodzeniem dla inwestora za to, że kupił wyemitowane przez spółkę akcje i ponosi ryzyko prowadzonej przez nią działalności. Dywidendę można również traktować jako cenę, którą spółka płaci nabywcy, a więc jest to swoisty koszt korzystania z kapitału wniesionego przez akcjonariuszy<sup>1</sup>. Koszt ten jest związany ze zmniejszeniem wewnętrznych źródeł finansowania działalności spółki oraz przeprowadzeniem operacji zatwierdzenia i wypłaty dywidendy. To dwoiste spojrzenie na dywidendę stanowi wyraz spełniania przez nią funkcji dochodowo-kosztowej: wypłacona dywidenda jest zarazem dochodem dla akcjonariusza, jak i kosztem dla spółki. Dywidenda spełnia również trzy inne funkcje: informacyjną (oznacza możliwość oceny kondycji finansowej spółki na podstawie realizowanej przez nią polityki wypłat dywidendy), motywacyjną (tworzenie zachęt do zakupu, trzymania lub sprzedaży akcji przez inwestora) i kontrolną (przejawia się w analizie zdolności spółki do wypełniania powinności wobec właścicieli i wierzycieli)<sup>2</sup>.

W sensie formalnym podstawowym czynnikiem determinującym wypłatę dywidendy jest wypracowanie zysku. Warunkiem wypłaty dywidendy w spółkach akcyjnych jest zakończenie roku obrotowego (KSH dopuszcza wypłatę zaliczek na poczet przewidywanej dywidendy), sporządzenie sprawozdania finansowego i jego zbadanie przez biegłego rewidenta, zatwierdzenie sprawozdania finansowego przez walne zgromadzenie akcjonariuszy oraz podjęcie decyzji przez walne zgromadzenie o podziale zysku i wypłacie dywidendy.

Najczęściej wypłata dywidendy łączy się z podziałem zysku wypracowanym za konkretny rok obrotowy i następuje w roku następnym. Płacenie dywidendy możliwe jest również w przypadku, gdy spółka poniesie stratę, albowiem kodeks spółek handlowych dopuszcza wypłatę dywidend z zysków wypracowanych w latach poprzednich i zatrzymanych. Dotychczasowy dorobek teoretyczno-praktyczny wskazuje jednak, że faktycznym źródłem dywidendy są tzw. wolne strumienie gotówkowe dla akcjonariuszy. Kwota ta różni

---

<sup>1</sup> M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 56.

<sup>2</sup> A.N. Duraj: *Czynniki realizacji polityki dywidend przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 27–28.

się od zysku netto uwzględnieniem płatności z tytułu zadłużenia odsetkowego oraz nakładów w kapitał obrotowy netto i nakładów w majątek trwały ponad wartość amortyzacji<sup>3</sup>. Oznacza to, że rozpatrywanie dywidendy z punktu widzenia preferencji akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów sprowadza się do rozstrzygnięcia dylematu co jest ważniejsze: wypłata dywidendy czy oczekiwanie na wzrost kursów akcji. Liczne badania w tym obszarze nie przyniosły rozstrzygających rezultatów. Historycznie pierwszy model polityki dywidendowej opracowany przez M. Millera i F. Modiglianego, mówi, że wartość przedsiębiorstwa nie zależy od sposobu podziału zysku i dla posiadających akcje nie ma różnicy między dochodowością dywidendy i dochodowością zysków zatrzymanych. Z kolei M. Gordon i J. Lintner wykazali, że inwestorzy wyżej cenią dochody z dywidend niż dochody z zysków zatrzymanych<sup>4</sup>.

W tej sytuacji słuszne wydają się konkluzje sformułowane przez J. Duraję oraz D. Zarzeckiego. J. Duraj stwierdza mianowicie, że w nurcie rozważań nad polityką dywidend należy uwzględniać i ten wątek, w którym podkreśla się, że „przedsiębiorstwa na ogół niechętnie zmniejszają dywidendy i że nie podnoszą dywidend, jeżeli nie przewidują wyższych lub przynajmniej stabilnych zysków w przyszłości. Zmniejszenie dywidend sygnalizuje tym samym niższe przewidywane zyski”<sup>5</sup>. Z kolei zdaniem D. Zarzeckiego „niepłacenie dywidend ma sens jedynie wówczas, gdy zarząd dysponuje zestawem projektów inwestycyjnych, gwarantujących zwrot przewyższający koszt kapitału. Wówczas rezygnacja z dywidend lub niski ich poziom są uzasadnione oczekiwaniem na wyższe dywidendy w przyszłości. Jeżeli brak jest atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, jedynym racjonalnym rozwiązaniem jest wypłacanie wygenerowanych nadwyżek w postaci dywidend”<sup>6</sup>.

### **Zysk księgowy i zysk ekonomiczny jako miary finansowych dokonań przedsiębiorstwa**

Pojęcia „zysk księgowy” i „zysk ekonomiczny” mają charakter uogólnień, ponieważ mogą przyjmować zarówno wartości dodatnie, jak i ujemne.

Istota zysku księgowego jako miernika dokonań przedsiębiorstwa sprowadza się do tego, że jest on ustalany zgodnie z zasadami rachunkowości i ujęty w sprawozdawczości finansowej. Podstawowymi kategoriami zysku księgowego są zysk netto (wynik finansowy netto) oraz zysk operacyjny (EBIT – wynik finansowy przez naliczaniem odsetek), a w niektórych sytuacjach również tzw. zysk operacyjny netto (NOPAT – zysk EBIT pomniejszony o podatek dochodowy). W praktyce do oceny dokonań przedsiębiorstwa wykorzystuje się

<sup>3</sup> E.M. Wrońska: *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 54.

<sup>4</sup> Por. M. Wypych: *Polityka dywidendy w spółce akcyjnej – uwarunkowania i strategię*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 203, 2007, s. 192.

<sup>5</sup> J. Duraj: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 202.

<sup>6</sup> D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 171.

wskaźniki wyrażane jako relacje określonej kategorii zysku księgowego do bazy odniesienia, którą stanowią nakłady w postaci majątku lub kapitału, mierzone również zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości. Wskaźniki te nazywane są wskaźnikami rentowności, wskaźnikami zyskowności lub stopą zwrotu<sup>7</sup>.

Na podstawie zysku netto obliczane są: wskaźnik rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE). Zysk EBIT uwzględnia wyłącznie decyzje operacyjne, a ponieważ działalność operacyjna determinowana jest w głównej mierze poziomem aktywów, w celu powiązania efektów z nakładami jest on odnoszony do wartości księgowej aktywów (ROI – wskaźnik zwrotu z inwestycji). Zysk NOPAT konfrontowany jest z tzw. kapitałem zainwestowanym, który stanowi sumę księgowej wartości kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych (wskaźnik ROCE), wykorzystywany jest także do obliczania zysku ekonomicznego.

Podstawową wadą zysku księgowego jako miernika finansowych dokonań przedsiębiorstwa jest pominięcie przy jego obliczaniu kosztów kapitału własnego. Wady tej pozbawiony jest zysk ekonomiczny. Koncepcja zysku ekonomicznego narodziła się na gruncie rosnących wymagań właścicieli co do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw<sup>8</sup>. Współcześnie lansowanych jest wiele rozwiązań w tym obszarze: np. ekonomiczna wartość dodana (EVA), wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA), rynkowa wartość dodana (MVA). W praktyce najczęściej wykorzystywany jest pierwszy z tych mierników.

Najogólniej rzecz ujmując, zysk ekonomiczny (ZE) oznacza wielkość zysku, który pozostaje w przedsiębiorstwie po odjęciu wyrażonego kwotowo średniego kosztu wszystkich kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie, a więc zarówno kosztu kapitału obcego, jak i kapitału własnego. Przy określaniu zysku ekonomicznego do kapitałów zainwestowanych nie zalicza się zobowiązań bieżących (operacyjnych), mimo, że od części z nich mogą być naliczane odsetki. Jako argumentację takiego stanowiska przyjmuje się, że środki zaangażowane w firmie krótkoterminowo ulegają nieustannym zmianom (rotacji) i trudno jest określić ich poziom dla potrzeb szacowania kosztu kapitału<sup>9</sup>.

Podstawę do obliczenia miernika ZE stanowi wspomniany już wcześniej zysk operacyjny po opodatkowaniu NOPAT. Obliczany może być następująco:

$$NOPAT = [EBIT \times (1 - d)] \text{ lub } NOPAT = EBIT - PDn,$$

gdzie:

- $d$  – stopa podatku dochodowego,
- $PDn$  – podatek dochodowy naliczony.

<sup>7</sup> T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 149.

<sup>8</sup> A. Szewc-Rogalska: *Kreacja wartości przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 534, s. 361.

<sup>9</sup> E.A Helfert: *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004, s. 483; J.E. Goodman: *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Baron's Educational Series, Hauppauge 1991, s. 60.

Różnica między sposobami korekty podatkowej jest dość istotna. Stopa podatku dochodowego ( $d$ ) może być bowiem interpretowana jako obowiązująca stopa opodatkowania dochodu, zgodna z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych (przy założeniu, że interesują nas przedsiębiorstwa mające status osoby prawnej) lub jako faktyczna stopa opodatkowania dochodu konkretnego przedsiębiorstwa. Podatek dochodowy naliczony ( $PDn$ ) odnosi się natomiast wyłącznie do konkretnego przedsiębiorstwa.

Uwzględniając powyższe, zysk ekonomiczny oblicza się następująco:

$$ZE = NOPAT - (SWKK \times K)$$

lub

$$ZE = NOPAT - [K_{kw} \times KW + K_{ko} \times KO],$$

gdzie:

- $K$  – wartość zainwestowanego kapitału ( $KW + KO$ ),
- $KW$  – wartość księgową kapitału własnego na początku okresu,
- $KO$  – kapitał obcy (wartość księgową zobowiązań długoterminowych) na początku okresu,
- $K_{kw}$  – koszt kapitału własnego (%),
- $K_{ko}$  – koszt kapitału obcego (%),
- $SWKK$  – średni ważony koszt kapitału.

Na pierwszy rzut oka tak ujmowany zysk ekonomiczny wygląda bardziej jako typowy wskaźnik księgowy, ponieważ zysk operacyjny jest kategorią księgową. W wersji proponowanej przez Sterna i Stewarta dokonywane są korekty danych zawartych w sprawozdawczości finansowej mające na celu zbliżenie zysku NOPAT do płaszczyzny przepływów pieniężnych. Autorzy opracowali łącznie 164 korekty, jednak w praktyce wykorzystuje się w zależności od konkretnych warunków kilkanaście z nich. Korekty te obejmują między innymi: koszty leasingu operacyjnego i dzierżawy, wydatki na cele badawczo-rozwojowe, wycenę zapasów, odroczone podatki<sup>10</sup>. Mając na względzie subiektywność doboru korekt i sposobów ich przeprowadzania oraz różnice w informacjach ze sprawozdań finansowych, w analizach porównawczych dużych zbiorów przedsiębiorstw, należących do różnych branż, uzasadniona jest rezygnacja z dokonywania korekt, co zresztą uczynili Autorzy wskazanego we wstępie opracowania, stanowiącego podstawę empirycznej części artykułu.

Należy wyraźnie podkreślić, że wartość kapitału zainwestowanego przyjmuje się według stanu z początku okresu. Jest to kapitał wyjściowy udostępniony spółce, którego pomnażanie w ciągu okresu zależy od umiejętności i sprawności menedżerów zarządzających spółką. Inwestorzy porównują osiągnięte lub oczekiwane korzyści z poziomem kapitału zaangażowanego na początku roku<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> E.A Helfert: *op.cit.*, s. 512; T. Dudycz: *op.cit.*, s. 168.

<sup>11</sup> T. Dudycz: *op.cit.*, s. 152.

Zasadnicza różnica między księgowym zyskiem netto i zyskiem ekonomicznym sprowadza się do uwzględnienia w rachunku, obok kosztu kapitału obcego, również kosztu kapitału własnego. W nawiązaniu do empirycznej części artykułu wskazane jest zatem objaśnienie sposobu określania kosztu kapitału. O ile bowiem informacje dotyczące zysku operacyjnego, zysku netto, podatku dochodowego, wartości kapitału własnego i kapitału obcego zawarte są w bilansach i rachunkach zysków i strat, to wyznaczenie poziomu kosztu kapitału wymaga uwzględnienia rynkowych uwarunkowań pozyskiwania kapitału. Propozycje przyjęte w tym zakresie zawsze będą obarczone pewną dozą subiektywności prowadzącego analizę.

Jako koszt kapitału obcego przyjęto średnie oprocentowanie kredytów złotych w sektorze przedsiębiorstw (6,0% w 2010 r. i 6,8% w 2011 r.). Rozwiązanie to nie uwzględnia wprawdzie różnic w koszcie pozyskiwania kapitału obcego przez konkretne spółki, jest jednak merytorycznie poprawne. Średnie oprocentowanie kredytów stanowi w miarę obiektywną informację, pozwalającą na podejmowanie decyzji o zasadności korzystania z finansowania obcego. Koszt kapitału własnego określono na podstawie modelu CAMP<sup>12</sup>:

$$K_{KW} = R_f + \beta (R_m - R_f),$$

gdzie:

- $R_f$  – stopa wolna od ryzyka – średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych (4,458% w 2010 r. i 4,510% w 2011 r.),
- $R_m$  – stopa zwrotu z rynku – roczna stopa zwrotu obliczona na podstawie średniej wartości miesięcznych stóp zwrotu z indeksu WIG za ostatnie 10 lat (w obu okresach wyniosła ona 12,8%),
- $\beta$  – współczynnik określający udział ryzyka danej akcji w ryzyku rynkowym (określony na podstawie miesięcznych stóp zwrotu z kursów akcji względem stóp zwrotu z indeksu WIG za okres 10 lat (lub krótszy dla spółek notowanych poniżej 10 lat).

### **Analiza empiryczna relacji między dywidendą a zyskiem księgowym i zyskiem ekonomicznym**

Analizie poddano spółki krajowe zaliczane do przetwórstwa przemysłowego, które wypłaciły dywidendę w latach 2010 i 2011 (nie uwzględniono spółki Puławy, ponieważ rok obrotowy nie pokrywa się tu z rokiem kalendarzowym). Zbiorowość ta na tle ogółu spółek giełdowych jest w miarę jednorodna, mimo że obejmuje podmioty należące do różnych branż. Jest to istotne z uwagi na zbliżony charakter powiązań z całością gospodarki narodowej. Łącznie w badaniu uwzględniono 28 spółek. Należy wyjaśnić, że w 2010 roku dywidendę wypłaciło 35 spółek zaliczanych do przetwórstwa przemysłowego, natomiast

<sup>12</sup> *Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA®. Ranking Spółek Giełdowych 2011*, Value Based Advisors (VBA) – Notoria Serwis, Wrocław 2012.

w 2011 roku 39 spółek. Liczba 28 odnosi się więc do spółek, które wypłacały dywidendę w obu okresach.

Informacje dotyczące kształtowania się zysku księgowego i zysku ekonomicznego w spółkach objętych analizą w latach 2010 i 2011 przedstawiono w tabeli 1. Pozytywnym zjawiskiem jest wzrost zarówno poziomu zysku księgowego, jak i zysku ekonomicznego. Wartość zysku księgowego była w 2011 roku wyższa o 32% w porównaniu do roku poprzedniego a wzrost zysku odnotowało ponad 70% spółek. Natomiast zysk ekonomiczny zwiększył się aż o 85%, a jego wzrost odnotowało prawie dwie trzecie spółek. Tendencje te świadczą o poprawie kondycji finansowej spółek.

Tabela 1

Zysk księgowy i zysk ekonomiczny w giełdowych spółkach przemysłu przetwórczego, które w latach 2010 i 2011 wypłaciły dywidendę

Wyszczególnienie	Jednostka miary	2010	2011
Wynik finansowy netto (zysk księgowy) w mln zł	mln zł	1 474 329	1 945 525
Spółki z dodatnią wartością zysku księgowego			
– liczba spółek	liczba	28	28
– udział w ogólnej liczbie spółek	%	100,0	100,0
Zysk ekonomiczny w mln zł	mln zł	543 781	1 006 256
Spółki z dodatnią wartością zysku ekonomicznego			
– liczba spółek	liczba	10	14
– udział w ogólnej liczbie spółek	%	35,7	50,0
Odsetek spółek, które w 2011 roku miały wyższy poziom w porównaniu do 2010 roku			
– zysku księgowego	%		71,4
– zysku ekonomicznego	%		64,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA®. Ranking Spółek Giełdowych 2011*, Value Based Advisors (VBA) – Notoria Serwis, Wrocław 2012.

Poziom zysku księgowego jest wyższy niż zysku ekonomicznego, co przy przyjętym sposobie obliczania zysku ekonomicznego wydaje się być oczywiste. Przy wyznaczaniu zysku księgowego bierze się bowiem pod uwagę jedynie koszt kapitału obcego, natomiast szacunek zysku ekonomicznego uwzględnia również koszt kapitału własnego. Dodatni wynik finansowy netto wypracowały w obu latach objętych analizą wszystkie spółki. Znacząca część spółek płacących dywidendy nie osiąga natomiast dodatniego poziomu zysku ekonomicznego. W roku 2010 ujemnym zyskiem ekonomicznym charakteryzowało się niemal dwie trzecie spółek, natomiast w 2011 roku połowa. Najwyższym poziomem zysku ekonomicznego charakteryzowała się spółka *Synthos* (214,3 mln zł w 2010 r. i 609,1 mln zł w 2011 r.).

Wyplata dywidendy uwarunkowana jest więc głównie generowaniem przez spółki dodatniego zysku księgowego. Mogłoby się wydawać, że akcjonariusze spółek z dodatnim zyskiem ekonomicznym uzyskali oprócz wypłaconej dywidendy korzyść w postaci nadwyżki, która wprawdzie pozostaje w spółce, ale przekłada się na wzrost jej wartości rynkowej. Niestety tak się nie dzieje, ponieważ, jak pokazują wyniki badań, zysk ekonomiczny nie wykazuje wysokiej korelacji z wartością przedsiębiorstw. Jak dowodzi T. Dudycz formuła zysku ekonomicznego źle ujmuje zapłatę za kapitał, jakiej oczekują inwestorzy, albowiem kapitał mierzony jest według wartości nominalnej, a nie rynkowej<sup>13</sup>. O braku takiej korelacji świadczą również dane odnoszące się do zmian w poziomie kapitalizacji rynkowej badanej zbiorowości spółek. Zaledwie w czterech spółkach poziom wartości rynkowej w 2011 roku był wyższy niż w 2010 roku. Może to oznaczać, że inwestorzy giełdowi przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przywiązują większą wagę do makroekonomicznych uwarunkowań koniunkturalnych niż do wyników finansowych spółek odzwierciedlających poprawę ich kondycji finansowej. Jedną z konsekwencji spowolnienia gospodarczego jest bowiem spadek zainteresowania inwestycjami na rynku akcji.

Oddziaływanie uwarunkowań makroekonomicznych znajduje odzwierciedlenie w decyzjach dywidendowych spółek. Ograniczenie dostępności do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych zachęca spółki do wypłacania dywidend. Dowodem na to jest wzrost liczby notowanych na WGPW, które zdecydowały się na dzielenie zyskiem z akcjonariuszami. W 2009 roku dywidendy wypłaciło 99 spółek, w 2010 – 107, w 2011 – 135, a w 2012 – 178 spółek<sup>14</sup>. Coraz częściej spółki wypłacają dywidendy wyższe niż poziom zysku netto wypracowanego w poprzednim roku, wykorzystując zyski zatrzymane w latach ubiegłych (kapitały zapasowe, fundusze rezerwowe z przeznaczeniem na dywidendy, zyski niepodzielone). Przypadki takie sprawiają, że traci na znaczeniu przydatność informacyjna wskaźnika wypłat dywidendy, interpretowanego jako udział dywidendy w zysku netto. Jako ilustrację tego rodzaju sytuacji w tabeli 2 przedstawiono sposoby finansowania wypłaty relatywnie wysokich dywidend w trzech spółkach przemysłu przetwórczego: *Armatura Kraków*, *Elektrotim* i *Żywiec*.

Tylko w spółce *Elektrotim* nie zmieniły się zasadniczo proporcje finansowania dywidendy, zwiększeniu kwoty dywidendy o 42% odpowiadał ponad dwu i półkrotny wzrost zysku. Spółka *Armatura Kraków* ponad dwukrotnie zwiększyła kwotę wypłaconej dywidendy, mimo że wypracowała zysk netto dwukrotnie niższy, co wymagało zwiększenia udziału kapitału zapasowego w finansowaniu wypłaty dywidendy. W spółce *Żywiec* poziom dywidendy uległ obniżeniu o połowę, mimo że zysk netto zmniejszył się tylko o 20%. W konsekwencji wypłata dywidendy została w większym stopniu sfinansowana zyskiem netto z roku poprzedniego. Spółka ta, jako jedna z nielicznych, wypłaca dywidendę zaliczkową.

<sup>13</sup> T. Dudycz: *op.cit.*, s. 178–181; A. Paździor: *Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych*, [w:] *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Politechnika Wroclawska, Wrocław 2008, s. 116–117.

<sup>14</sup> <http://mojeinwestycje.interia.pl>.



Tabela 2

Poziom dywidendy i źródła jej finansowania w wybranych spółkach giełdowych w latach 2011–2012

Spółka	Charakterystyka dywidendy	Sposób finansowania dywidendy
Armatura Kraków	2011 r. 8.000 tys. zł, 0,10 zł na 1 akcję, relacja do zysku netto z 2010 r. – 256,7%	26,45% z zysku netto za 2010 r. 73,55% z kapitału zapasowego za 2009 r.
	2012 r. 16.200 tys. zł, 0,20 zł na 1 akcję, relacja do zysku netto z 2011 r. 1073,6%	9,31% z zysku netto za 2011 r. 90,69% z kapitału zapasowego za 2009 r.
Elektrotim	2011 r. 6.971,4 tys. zł, 0,70 zł na 1 akcję, relacja do zysku netto z 2010 r. 136,9%	73,02% z zysku netto za 2010 r. 26,98 z kapitału rezerwowego
	2012 r. 9.959,2 tys. zł, 1,00 zł na 1 akcję, relacja do zysku netto z 2011 r. 127,9%	78,26% z zysku netto za 2011 r. 21,74% z kapitału rezerwowego
Żywiec	2011 r. 667.636,9 tys. zł, 65 zł na 1 akcję, relacja do zysku netto z 2010 r. 179,8%	44,78% z zysku netto za 2010 r., 55,22% z funduszu rezerwowego, (30,8% dywidendy zostało zaliczkowo wypłacone w 2010 r.)
	2012 r. 338.954,1 tys. zł, 33 zł na 1 akcję, relacja do zysku netto w 2011 r. 114,3%	78,64% z zysku netto za 2011 r., 21,36% z funduszu rezerwowego (27,3% zostało zaliczkowo wypłacone w 2011 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów spółek.

W uzupełnieniu dodajmy, że tylko spółka *Żywiec* osiągała w obu latach dodatni poziom zysku ekonomicznego, a żadna z nich nie odnotowała wzrostu kapitalizacji rynkowej.

### Podsumowanie

Na podstawie przedstawionych wywodów oraz analizy przeprowadzonej w empirycznej części artykułu wynika, że zysk księgowy i zysk ekonomiczny są miernikami wyrażającymi zasadniczo różne treści merytoryczne. Przesłankę do podjęcia decyzji o wypłacie dywidendy stanowi generowanie zysku księgowego, jednak kwota dywidendy nie zawsze zależy od poziomu zysku osiągniętego w roku obrotowym, za który jest wypłacana, ponieważ może być finansowana z zysków zatrzymanych w latach poprzednich. Istotnym czynnikiem determinującym decyzję o wypłacie dywidendy i jej poziomie jest dostępność atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, w dużej mierze uwarunkowana aktualną sytuacją makroekonomiczną kraju.

W warunkach polskich relatywnie wysoki poziom oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw przekłada się na wysoki koszt pozyskania kapitału obcego, a w rezultacie i całego zainwestowanego w przedsiębiorstwie kapitału (zgodnie z założeniami teorii firmy koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego). W konsekwencji w większości spółek zysk ekonomiczny, który uwzględnia, w odróżnieniu od zysku księgowego,

zarówno koszt kapitału obcego, jak i własnego, przyjmuje wartości ujemne. Przykładowo w spółce *Elektrotim* koszt kapitału własnego w 2011 roku wyniósł 11,7%, a więc jest prawie dwukrotnie wyższy od kosztu kapitału obcego. W spółce *Żywiec*, która w większym zakresie wykorzystuje dźwignię finansową, koszt kapitału własnego wyniósł jedynie 8,1%. Przytoczone dane mogą stanowić punkt wyjścia do analizy czynników determinujących relację między zyskiem księgowym a zyskiem ekonomicznym. Kwestia ta stanowi jednak odrębny problem badawczy.

## Literatura

- Downes J., Goodman J.E.: *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Baron's Educational Series, Hauppauge 1991.
- Dudycz T.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1995.
- Duraj A.N.: *Czynniki realizacji polityki dywidend przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Duraj J.: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Ekonomiczna Wartość Dodana – EVA®. Ranking Spółek Giełdowych 2011*, Value Based Advisors (VBA) – Notoria Serwis, Wrocław 2012.
- Helfert E.A.: *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Paździor A.: *Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych*, [w:] *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Politechnika Wrocławska, Wrocław 2008.
- Sierpińska M.: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Wrońska E.M.: *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Wypych M.: *Polityka dywidendy w spółce akcyjnej – uwarunkowania i strategię*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 2007, nr 203.
- Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

dr hab. Miroslaw Wypych prof. SAN  
Społeczna Akademia Nauk w Łodzi

## Streszczenie

Korzyści finansowe z tytułu posiadania akcji uwarunkowane są wzrostem kursów giełdowych oraz wypłatą dywidend. O ile na ceny akcji spółka nie ma bezpośredniego wpływu, to płacenie dywidend stanowi rezultat decyzji dotyczących podziału zysku. Oznacza to, że wypłata dywidendy i jej wysokość zależą od osiągniętych przez spółkę wyników finansowych. Tradycyjnym kryterium oceny

dokonań przedsiębiorstwa jest zysk netto, będący miernikiem księgowym. Coraz częściej do oceny finansowych dokonań przedsiębiorstwa wykorzystywana jest także kategoria zysku ekonomicznego. Zysk ekonomiczny informuje, w jakim stopniu spółka kreuje wartość dla właścicieli. Celem artykułu jest ocena relacji między poziomem dywidendy a zyskiem księgowym i zyskiem ekonomicznym. Obiektem badania są wybrane spółki giełdowe, które w latach 2010 i 2011 wypłaciły dywidendy. Analiza potwierdziła, że podstawą podjęcia decyzji o wypłacie dywidendy jest generowanie zysku księgowego, jednak wysokość dywidendy nie zależy od poziomu zysku, lecz od wolnych strumieni gotówkowych. W okresie spowolnienia gospodarczego spółki często finansują dywidendę z zysków zatrzymanych, ponieważ mają ograniczony dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. Na decyzje dotyczące wypłaty dywidendy nie ma wpływu poziom zysku ekonomicznego.

**THE PAYMENT OF DIVIDENDS  
IN THE LIGHT OF THE FINANCIAL ACHIEVEMENTS  
OF COMPANIES – A CASE STUDY OF INDUSTRIAL LISTED COMPANIES**

**Summary**

The financial benefits of ownership of shares are subject to increases in the stock market and the payment of dividends. While companies have no direct influence on share price, paying the dividends is a result of decisions regarding the distribution of profits. This means that the payment of dividends and the amount paid depend on the company's achieved financial results. The traditional measure of the company's financial results is net profit, which is an accounting measure. More and more often economic profit is used for the assessment of the financial achievements of the company. Economic profit indicates the extent to which a company creates value for owners. The purpose of this article is to assess the relationship between the level of dividends and accounting profit and economic profit. The objects of the study are selected public listed companies, which between 2010 and 2011, paid dividends. The analysis confirmed that the basis for the decision to pay dividends is to generate accounting profits, but the amount of the dividend does not depend on the level of profit, but of free cash flow. During the economic slowdown, companies often fund a dividend from retained earnings, because they have limited access to attractive investment projects. The level of economic profit does not affect the decisions on the dividend payment.

