

Źródła finansowania dywidendy na przykładzie firm należących do WIGdiv

Piotr Waśniewski*

Streszczenie: Dywidenda zależna jest od dwóch kategorii – zysku netto oraz wypracowanej gotówki, między którymi istnieje duży rozdźwięk. Zysk netto jest wartością księgową, która może jednak się urealnić w postaci wypłaconej dywidendy, do czego niezbędna jest gotówka. Przedsiębiorstwa charakteryzują się różnymi strategiami finansowania dywidendy, które mogą wywierać duży wpływ na kondycję finansową tych firm. Artykuł przedstawia wyniki badania źródeł finansowania wypłaconych przez wybrane spółki giełdowe dywidend w oparciu o sprawozdania finansowe oraz opublikowane informacje w postaci raportów bieżących dotyczących decyzji o podziale zysku i wypłacie dywidendy.

Słowa kluczowe: dywidenda, źródła finansowania, spółki giełdowe

Wprowadzenie

Jedną z wartości dla właścicieli przedsiębiorstw jest wypłacany im udział w osiągniętych przez firmy zyskach w postaci dywidend. W realnej gospodarce, która charakteryzuje się wysoką złożonością i dużą zmiennością warunków gospodarowania, istnieje jednak kilka problemów wynikających z charakteru i ograniczeń dywidend. Po pierwsze, problemem są przesunięcia czasowe pomiędzy zakończeniem roku obrotowego a decyzjami dotyczącymi wypłaty dywidendy. Po drugie, nakłada się na to pewna „wirtualność” wartości zysku netto, co związane jest z rozdzieleniem księgowej kategorii „zysk” od realnie wypracowanej gotówki netto (zmiany stanu środków pieniężnych). Te dwa zagadnienia powodują, że środki wypłacane właścicielom w ramach dywidendy nie są powiązane z wartością środków wypracowanymi w ramach prowadzonej działalności gospodarczej. Coraz częściej słychać o kredytach zaciąganych na wypłatę udziału w zyskach oraz o problemie zaliczania kosztów tych kredytów do kosztów podatkowych (kosztów uzyskania przychodów). Strategie finansowania dywidend mogą istotnie wpływać na sytuację finansową spółek, w tym na ich płynność finansową, zarówno w krótkim, jak i długim okresie, co pozwala sądzić, iż jest to temat wart szerszego rozpatrzenia.

Celem artykułu jest analiza źródeł finansowania wypłaconych dywidend przez wybrane przedsiębiorstwa należące do indeksu WIGdiv. Analiza ta przeprowadzona została z wykorzystaniem okresowych sprawozdań finansowych oraz bieżących raportów dotyczących decyzji walnych zgromadzeń o wysokości dywidend.

* mgr Piotr Waśniewski, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Rachunkowości, Katedra Pomiaru i Kontroli Wyników, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: piotr.wasniewski@gmail.com.

1. Polityka dywidendy przedsiębiorstw

Dywidenda (łac. *dividendum* – rzecz do podziału) zgodnie z encyklopedią PWN to dochód otrzymywany przez akcjonariuszy z tytułu posiadania przez nich akcji (<http://encyklopedia.pwn.pl/haslo/4008093/dywidenda.html>). Jest to część zysku netto spółki kapitałowej przeznaczona na wypłatę na rzecz właścicieli w podziale według liczby posiadanych udziałów lub akcji w dniu przyjętym w uchwale walnego zgromadzenia jako dzień ustalenia prawa do dywidendy (por. Kodeks spółek handlowych). O wysokości dywidendy decyduje roczne walne zgromadzenie (wspólników w przypadku sp. z o.o.). Warunki wypłaty dywidendy są następujące:

- a) zakończenie roku obrotowego (choć dopuszczone są zaliczki na poczet przyszłych zysków);
- b) sporządzenie sprawozdania finansowego (zbadanego przez biegłego rewidenta, jeśli dotyczy);
- c) zatwierdzenie sprawozdania przez walne zgromadzenie;
- d) podjęcie decyzji o podziale zysku i wypłacie dywidendy.

Dywidenda może być wypłacona z zysku netto, kapitału zapasowego lub niepodzielonych zysków z lat poprzednich. Zazwyczaj ma formę pieniężną, ale może też być wypłacona w formie akcji. Wypłata dywidendy wiąże się z uszczupleniem środków, które mogą być przeznaczone na inwestycje w celu rozwoju spółki bądź na finansowanie bieżącej działalności firmy. Zgodnie z kodeksem spółek handlowych (par. 192 i 348) kwoty zysku przeznaczone do podziału między wspólników nie mogą przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o kwoty przekazane na fundusze rezerwowe w poprzednich latach i pomniejszone o poniesioną stratę oraz o kwoty przekazane na takie fundusze, które nie mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy.

W dłuższym okresie wypłacona dywidenda może stanowić znaczącą część zysku inwestora długoterminowego, w niektórych przypadkach może wręcz przekroczyć koszt zakupu akcji (www.buffet.pl).

Strategia finansowania działalności przedsiębiorstw polega na racjonalnym doborze źródeł finansowania w celu zapewnienia jak najlepszej realizacji strategicznego celu przedsiębiorstwa (Kołosowska, Tokarski, Tokarski, Chojnacka 2006: 12–13). Metoda samofinansowania jest najważniejszą formą finansowania przedsiębiorstw, polega na przeznaczaniu wygoszparowanych nadwyżek na finansowanie procesów inwestycyjnych (Kołosowska, Tokarski, Tokarski, Chojnacka 2006: 22).

Wiele czynników wpływa na zdolność firmy do utrzymywania przez nią zrównoważonego rozwoju. Wśród najważniejszych wymieniane są marża zysku, polityka dywidend, polityka finansowa oraz rotacja aktywów ogółem.

Polityka dywidend określa stopę zysku zatrzymanego. Zmniejszenie procentu dochodu netto wypłacanego w postaci dywidend zwiększa wskaźnik zysków zatrzymanych. Powiększa to wewnętrznie wygenerowany kapitał własny, a w ten sposób zwiększa zrównoważony rozwój (Kołosowska, Tokarski, Tokarski, Chojnacka 2006: 55–56).

Polityka dywidendy określa, jaki poziom zysku osiągniętego w danym roku obrotowym jest wypłacany akcjonariuszom bądź udziałowcom, a jaki jest przeznaczany na cele wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa (przykładowo inwestycje) (Pomykańska, Pomykański 2007: 162). Polityka ta wpływa na wartość firmy dla akcjonariuszy, wynika ze strategii jej działania oraz strategii zarządzania osiągniętą nadwyżką finansową. Pieniądze wypracowane przez firmę należą z jednej strony do właścicieli firmy, więc powinny im być wypłacone, jeśli

przedsiębiorstwo nie jest w stanie zainwestować tych środków ze stopą zwrotu równą lub przewyższającą oczekiwania inwestorów. Koszt niepodzielonego zysku wynika z kosztu alternatywnego reinwestycji osiągniętych zysków. Z drugiej strony pieniądze wypracowane przez spółkę powinny być rozporządzone w sposób jak najbardziej racjonalny z punktu widzenia przedsiębiorstwa i z jak największą dla niej korzyścią, z czego wynika chęć do zatrzymania całości zysku w firmie. Wpływać na to może decyzja właścicieli co do wypłaty na ich rzecz części zysku. Wykorzystanie kapitału własnego, w tym zatrzymanych zysków, zmniejsza ryzyko upadłości przedsiębiorstwa, szczególnie w przypadku wysokiego zadłużenia, gdy przedsiębiorstwo funkcjonuje w progu obojętności finansowania i wprowadzenie kapitału obcego nie wyzwala efektu dźwigni, a jedynie zwiększa ryzyko finansowe (Pomykańska, Pomykański 2007: 174).

Spółki rozwijające się, chcące wzmocnić swój udział w rynku, decydują się na zatrzymanie większości lub wręcz całości zysku w firmie i wykorzystanie go w całości na cele inwestycyjne (Sierpińska, Jachna 2006: 286). Inwestorzy zgadzają się na to, oczekując, że przeloży się to na rozwój przedsiębiorstwa i wzrost jego wartości.

Strategie wypłat dywidendy w zależności od ich wielkości oraz cykliczności można podzielić na polityki: stałej wielkości dywidendy, stałej stopy wypłat dywidendy, nadwyżkową, docelowej stopy wypłat, stuprocentowej stopy wypłat oraz zerowej stopy wypłat (Sierpińska 1999: 95).

Polityka stałej wysokości dywidendy polega na tym, iż właścicielom w kolejnych okresach czasu wypłacana jest dywidenda w stałej wielkości. Z jednej strony mówi to o dobrej kondycji finansowej firmy i pozwala na planowanie przyszłych przepływów, z drugiej strony – jej utrzymanie może być kłopotliwe dla zarządzających przedsiębiorstwem. Negatywnym skutkiem może być przykładowo przełożenie planów inwestycyjnych lub konieczność uzyskania dodatkowego finansowania (własnego lub obcego), co może powodować spadek wartości.

Ustalony z góry procent zysku jest charakterystyczny dla polityki stałej stopy wypłat dywidendy właścicielom. Jest to korzystne w sytuacji zwiększającego się zysku.

Nadwyżkowa polityka dywidend sprowadza się do wypłacania w formie dywidendy tej części zysku, która nie może być efektywnie reinwestowana w firmie. Jej wysokość określana jest na podstawie prognozy przyszłego zapotrzebowania na kapitał związanego z planowanymi inwestycjami. Stopa wypłaty dywidendy jest też uzależniona od cyklu życia przedsiębiorstwa. Spółki rozwijające się większą część zysku zatrzymują w firmie, przeznaczając go na rozwój. W spółkach dojrzałych stopa dywidendy jest wyższa. Pozyskane w ten sposób środki właściciele mogą przeznaczyć na inne inwestycje.

Kolejną z polityk jest polityka docelowej stopy wypłat dywidend związanych z modelem Lintnera, którego główne założenia są następujące:

- a) spółki określają długoterminowe wskaźniki wypłat dywidendy;
- b) zarządzający skupiają większą uwagę na zmianach dywidendy niż na jej bezwzględnych wartościach;
- c) tylko długoterminowe, pewne zmiany w zyskach firmy są powodem, dla którego menedżerowie są skłonni do zmian poziomu dywidendy; powoduje to potrzebę wyznaczenia takiego poziomu dywidendy, który będzie uwzględniał okresowe wzrosty i spadki wartości zysku netto;
- d) zarządzający są niechętni zmianom dywidendy, które będą musieli odwołać w przyszłości.

Wzór pozwalający na obliczenie docelowej stopy jest następujący:

$$D1 - D0 = a \cdot (T \cdot \text{EPS} - D0),$$

gdzie: D1 – bieżąca dywidenda, D0 – poprzednia dywidenda, T – docelowy wskaźnik wypłaty dywidendy, EPS – zysk na akcję, a – stopa dostosowania dywidendy.

Polityka stuprocentowej stopy wypłat dywidendy jest możliwa przy założeniu, że finansowanie obce jest tańsze od kapitału własnego w postaci reinwestowanego wypracowanego zysku. Z drugiej strony zbyt wysoka stopa zadłużenia podwyższa ryzyko działalności firmy, co przekładać się będzie na wzrastający koszt marginalny tego kapitału.

Ostatnia z omawianych, polityka zerowej stopy wypłat dywidendy, stosowana jest w przypadku stopy zwrotu z inwestycji wyższej od kosztu kapitału. Jest ona korzystna w sytuacji braku chęci właścicieli do zaciągania długu lub zmian w układzie własnościowym przedsiębiorstwa.

Bezpośrednie korzyści dla posiadaczy akcji można opisać za pomocą wskaźników związanych z wypłacaną przez przedsiębiorstwo dywidendą. Są one możliwe do obliczenia tylko w przypadku spółek, które wypłacają dywidendę. Wielkość tych wskaźników może być jednym z kryteriów wyboru kierunków inwestowania kapitałów (Pomykańska, Pomykański 2007: 99). Trzy najczęściej omawiane i opisywane w literaturze wskaźniki z tej grupy mają następujące wzory (Sierpińska, Jachna 2006: 217–218):

a) *dywidenda przypadająca na jedną akcję (dividend per share – DPS):*

$$DPS = \frac{\text{dywidenda ogółem}}{\text{ilość wyemitowanych akcji}};$$

b) *wskaźnik stopy dywidendy (dividend yield ratio – DYR):*

$$DYR = \frac{\text{dywidenda na jedną akcję}}{\text{cena rynkowa jednej akcji}} \cdot 100\%;$$

c) *wskaźnik stopy wypłat dywidend:*

$$\text{wskaźnik stopy wypłat dywidend} = \frac{\text{dywidenda na jedną akcję}}{\text{zysk na jedną akcję}} \cdot 100\%.$$

Inwestorzy są zainteresowani nie tylko majątkiem i zyskiem przedsiębiorstwa, ale również sposobami tworzenia i gospodarowania środkami pieniężnymi w firmie (Sierpińska, Jachna 2006: 218–219). Z tego powodu do oceny poziomu wypłat dywidendy wykorzystuje się również wskaźniki oparte na kategoriach związanych z gotówką, na przykład wskaźnik gotówki na jedną akcję, który wyraża następujący wzór:

$$\text{poziom gotówki operacyjnej na jedną akcję} = \frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{ilość wyemitowanych akcji}}.$$

Wykorzystanie stopy wzrostu dywidendy, przy uwzględnieniu wypłaconej oraz przyszłej stopy dywidendy, jest jednym ze sposobów obliczenia kosztu kapitału własnego (Pomykańska, Pomykański 2007: 275). Zdyskontowany strumień dywidend może też być pod-

stawą do wewnętrznej wyceny wartości akcji przedsiębiorstwa (w przypadku inwestycji długoterminowej) (Skoczylas 2009: 351).

W zakresie finansów przedsiębiorstw wyróżnia się trzy teorie odnoszące się do polityki dywidendy: teoria obojętności dywidendy, teoria preferowania dywidendy („wróbla w garści”) i teoria preferencji podatkowych (Głodek 2004: 140). Pierwsza z nich (sformułowana przez M. Millera i F. Modiglianiego) mówi o tym, że wartość firmy zależy od jej dochodów uzyskanych z aktywów oraz poziomu ryzyka, a podział zysku nic w tym kontekście nie znaczy. Według teorii „wróbla w garści” (sformułowanej przez M.J. Gordona i J. Lintnera) inwestorzy preferują akcje przynoszące stały dochód w postaci dywidendy, przewyższający dochód z zysku kapitałowego. Trzecia z teorii – preferencji podatkowych – zakłada, że inwestor przy określaniu swoich zainteresowań bierze pod uwagę politykę podatkową kraju, co może wpływać na niższe zainteresowanie dywidendą, której wypłata obarczona jest podatkiem dochodowym w przypadku, gdy stopa tego podatku przewyższa stopę podatku od dochodów przedsiębiorstw.

2. Sposoby finansowania dywidend wypłacanych akcjonariuszom

Dywidenda jest wypłacana z gotówki znajdującej się w zasobach firmy (lub patrząc nieco szerzej – z inwestycji krótkoterminowych), w skrajnych, rzadkich przypadkach jest wydawana w formie akcji. Pojawia się więc problem powiązania zysku netto, który jest podstawą do podjęcia decyzji odnośnie do faktu wypłaty oraz jej wielkości, oraz wartości pozycji gotówkowych, które są fizycznie wypłacane. Jest to ściśle związane z papierowym, teoretycznym charakterem kategorii zysku netto.

Zysk netto jest wartością podsumowującą rachunek zysków i strat, a jednocześnie otwierającą rachunek przepływów pieniężnych (przepływy operacyjne w wariacie pośrednim), nie przekłada się on wprost na wartość wypracowanej wolnej gotówki. A to właśnie gotówka, a nie zysk netto, służy do spłaty kredytów, wypłaty dywidend oraz finansowania odnowy stanu środków trwałych i inwestycji rozwojowych (Sierpińska, Jachna 2006: 218). Z drugiej strony istnieje korelacja pomiędzy rentownością a płynnością przedsiębiorstwa, choć bardzo ciężko wskazać jej kierunek oraz ciąg przyczynowo-skutkowy. Przedsiębiorstwa o wysokiej rentowności będą mieć z reguły mniejsze problemy z płynnością finansową, ale działa to także w drugą stronę – niska płynność może skutkować brakiem rentowności, a także powodować dalsze problemy w funkcjonowaniu firmy, z jej upadłością łącznie. Rentowne przedsiębiorstwo może generować dodatnie przepływy pieniężne i pozytywnie wpływać na poziom wskaźników płynności finansowej. Wskaźniki te wpływają na rentowność jedynie pośrednio, ich pozytywna wartość wpływa na lepsze postrzeganie firmy, co prowadzić może do obniżenia kosztów finansowania (kosztu kapitału) i wzrostu dźwigni finansowej (Pomykalska, Pomykalski 2007: 97).

Dodatковым problemem jest odległość czasowa pomiędzy zamknięciem roku bilansowego, czyli obliczeniem wypracowanego zysku czy też nadwyżek gotówkowych, a decyzjami co do podziału zysku i ewentualnej wypłaty dywidendy (3–6 miesięcy od rozpoczęcia następnego roku obrotowego). Przez ten okres nadwyżki gotówkowe mogły zostać przeznaczone na inny cel, na przykład na sfinansowanie bieżącej działalności, zakup materiałów czy na inwestycje. Przetrzymanywanie gotówki mogłoby zostać uznane wręcz za mało racjonalne z punktu widzenia ekonomicznego (kosztu alternatywnego). Otoczenie przed-

siębiorstw jest jednak na tyle zmienne i dynamiczne, iż takie wykorzystanie nadwyżek gotówkowych jest obarczone ryzykiem (o wielkości zależnej od charakteru danych rozwiązań).

Pojawia się więc problem wydzielenia bądź też znalezienia środków pieniężnych na wypłatę na rzecz akcjonariuszy bądź udziałowców. Coraz częściej odnotowywanym zjawiskiem jest zaciąganie kredytów na wypłatę dywidendy. W publikacjach prasowych podnoszony jest problem kwalifikacji kosztów takich kredytów do kosztów uzyskania przychodów przez przedsiębiorstwo. Było to przedmiotem spraw sądowych, w tym w sądach administracyjnych, pomiędzy firmami a urzędami skarbowymi (<http://www.prawo.egospodarka.pl/43548,Kredyt-na-wyplate-dywidendy,1,82,1.html>). Podejmowane przez Izby Skarbowe decyzje są niejednomyślne, co utrudnia rozstrzygnięcie sporów nieobjętych drogą sądową (http://www.vat.pl/kredyt_na_wyplate_dywidendy_komentarz_vat_interpretacje_4354.php). Naczelny Sąd Administracyjny w ciągu trzech lat kilkukrotnie (np. 10 czerwca 2009 roku, 17 marca 2011 roku, 12 grudnia 2011 roku czy 3 kwietnia 2012 roku) wydał różne wyroki co do możliwości rozliczania kosztów kredytu uzyskanego na potrzebę wypłaty dywidendy na poczet kosztów uzyskania przychodów, choć wynika to także pewnie z różnic pomiędzy skarżącymi przedsiębiorstwami i ich sytuacjami. W ostatnim z wymienionych wyroków NSA uznał, że zaciągnięcie przez spółkę kredytu na wypłatę dywidendy należy traktować jako wydatek związany z prowadzoną przez nią działalnością gospodarczą w rozumieniu ustawy o CIT, gdyż osiągnięcie zysku jest podstawowym celem zarówno dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, jak i dla właścicieli, których kapitał pozwala na funkcjonowanie spółki i osiągnięcie przez nią przychodów.

Wykorzystanie kredytu jest wskazywane jako racjonalne ze względu na wpływ na płynność finansową. Wypłata dużej wartości gotówki z posiadanych zasobów mogłaby grozić utratą tej płynności. W teorii są możliwe także inne sposoby uzyskania gotówki na wypłatę na rzecz właścicieli, przykładowo emisja obligacji, sprzedaż części majątku czy wykorzystanie kredytu kupieckiego.

3. Źródła finansowania dywidend badanych spółek

Przedmiotem badania były wybrane spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych objęte indeksem WIGdiv. Indeks ten jest obliczany od 31 grudnia 2010 roku, a w dniu bazowym wartość indeksu wynosiła 1000 punktów. Swoim portfelem indeks obejmuje do 30 spółek, które są uczestnikami indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80, a także charakteryzują się najwyższą stopą dywidendy na koniec sierpnia każdego roku i regularnie tę dywidendę wypłacały w latach poprzednich. WIGdiv jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Do badania wybrano spółki, których walne zgromadzenia do 15 sierpnia 2012 roku podjęły decyzje co do przeznaczenia zysku i wypłaty dywidendy, a także walutą, w której się rozliczają, są polskie złote. Z pierwszego powodu z bazy wypadły między innymi PGNiG (druga co do wielkości spółka indeksu WIGdiv), ING Bank Śląski czy też Bank Millennium, z powodu innej waluty – CEZ i Asseco Central Europe A.S.

Tabela 1

Spółki objęte badaniem

Lp.	Nazwa spółki	Dywidenda na jedną akcję za 2011 r. w złotych	Dywidenda za 2011 r. w złotych	Stopa dywidendy %
1.	PKO Bank Polski SA	1,27	1 590 000 000,00	3,6
2.	Bank PEKAO SA	5,38	1 412 088 782,92	3,4
3.	Telekomunikacja Polska SA	1,50	1 968 536 218,50	8,9
4.	KGHM Polska Miedź SA	28,34	5 668 000 000,00	21,0
5.	ASSECO Poland SA	2,19	169 868 510,70	4,8
6.	Bank Handlowy w Warszawie SA	2,76	360 600 000,00	3,4
7.	ENEA SA	0,48	211 892 437,44	3,0
8.	Grupa KĘTY SA	5,00	46 130 000,00	4,3
9.	Giełda Papierów Wartościowych SA	1,44	36 515 640,00	4,3
10.	APATOR SA	0,75	24 830 271,00	2,7
11.	Emperia Holding SA	56,41	817 671 185,86	131,0
12.	Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja SA	4,41	65 700 000,00	5,8
13.	BUDIMEX SA	10,97	280 065 175,06	20,7
14.	Elektrobudowa SA	4,00	18 990 432,00	4,3
15.	Wawel SA	11,00	16 497 305,00	1,7
16.	Agora SA	1,00	50 900 000,00	13,5
17.	Zelmer SA	1,95	29 640 000,00	7,2
18.	Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka SA	1,35	17 030 000,00	3,7
19.	Dom Development SA	1,50	37 000 000,00	6,3
20.	ASSECO Business Solutions SA	0,96	32 081 465,28	10,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie (www.gpw.pl).

Po tych zabiegach w bazie pozostało 20 przedsiębiorstw, które zdecydowały o wypłacie dywidendy o wartości od 16,5 milionów złotych (Wawel SA) do 5 668 milionów złotych (KGHM), a także których stopa dywidendy wahała się pomiędzy 1,7% (Wawel SA) a 131,0% (Emperia Holding SA).

Spółka KGHM, jako jedna z niewielu, poinformowała, że wypłata dywidendy wiązać się będzie z koniecznością zaciągnięcia dodatkowego zadłużenia, mimo iż przeznaczyła ona na dywidendę około 50% zysku netto za 2011 rok. Wskazuje to na problem rozróżnienia osiągniętego zysku od wypracowanej gotówki (zarówno z działalności operacyjnej, jak i gotówki netto). W tabeli 2 zaprezentowano zestawienie osiągniętych przez badane przedsiębiorstwa wyników za 2011 rok.

Analiza zestawienia uchwalonych dywidend i osiągniętych wyników finansowych pozwala na wyciągnięcie wniosków na temat źródeł finansowania wypłat udziałów w zyskach. Trzy spośród badanych przedsiębiorstw zdecydowały o dywidendzie wyższej od osiągniętego zysku netto za dany rok (TP SA, Agora i Asseco BS). Przyczyną tego były decyzje o wypłaceniu części kapitału zapasowego, na który składały się zyski z lat poprzednich. W przypadku TP SA oraz Asseco BS kwoty te nie były zbyt znaczące w porównaniu do zysku netto, ale Agora SA zdecydowała o przeznaczeniu z kapitału zapasowego kwoty stanowiącej ponad 150% zysku netto za miniony rok. Pewną niekonsekwencją była decyzja Fabryki Farb i Lakierów Śnieżka SA, której dywidenda była mniejsza od skonsolidowanego zysku, ale zdecydowanie wyższa od zysku netto jednostkowego, co zupełnie zostało pominięte w zakresie opublikowanej uchwały (problem ten jest widoczny w tabelach 1 i 2). Pozostałe przedsiębiorstwa zdecydowały o dywidendach w kwotach nieprze-

kraczących osiągniętego zysku netto za 2011 rok, choć zdarzyły się przedsiębiorstwa, które podjęły decyzję o wypłacie na rzecz właścicieli całego lub prawie całego zysku (Emperia Holding oraz Budimex).

Tabela 2

Wyniki osiągnięte przez badane spółki w roku 2011

Lp.	Instrument	Zysk netto (w tysiącach złotych)		Przepływy pieniężne (w tysiącach złotych)			
		2011	2010	z dział. operacyjnej		netto	
		2011	2010	2011	2010	2011	2010
1.	PKOBP	3 804 745	3 212 806	5 556 998	340 637	2 984 289	-553 712
2.	PEKAO	2 826 373	2 552 022	-4 009 485	6 182 955	-1 261 534	-3 055 239
3.	TPSA	1 951 000	1 023 000	3 329 000	4 380 000	316 000	272 000
4.	KGHM	11 334 520	4 568 589	8 768 122	5 346 791	9 364 844	1 615 351
5.	ASSECOPOL	315 300	422 500	235 500	263 200	282 200	166 200
6.	HANDLOWY	721 294	748 026	-278 591	-74 578	-2 257 442	-831 840
7.	ENEA	355 169	364 386	-47 445	118 501	341 491	64 697
8.	KETY	114 248	89 708	206 795	72 907	15 199	-62 257
9.	GPW	121 148	135 041	125 193	87 529	179 053	-379 599
10.	APATOR	51 516	36 280	44 703	32 567	7 066	6 616
11.	EMPERIA	817 805	62 349	5 554	10 692	-1 092	1 256
12.	KOGENERA	98 314	92 962	85 975	150 209	-9 389	5 782
13.	BUDIMEX	280 368	226 283	230 748	891 697	-184 964	747 196
14.	ELBUDOWA	38 136	45 080	4 330	12 719	-9 252	-60 528
15.	WAWEL	56 657	48 243	58 055	37 062	282	-4 653
16.	AGORA	20 246	63 973	49 229	106 447	-40 827	-16 782
17.	ZELMER	48 264	37 034	32 480	21 218	2 188	1 737
18.	SNIEZKA	1 812	35 963	28 339	29 218	-9 960	8 566
19.	DOMDEV	82 123	40 480	-40 432	267 231	-54 444	203 844
20.	ASSECOBS	29 834	30 092	33 955	43 669	16 968	11 199

Źródło: opracowanie własne na podstawie (www.gpw.pl) oraz (www.money.pl).

Zgodnie z zaprezentowanymi informacjami osiem przedsiębiorstw planuje wypłacić w formie dywidendy więcej gotówki, niż zostało przez nie wypracowane w ramach przepływów z działalności operacyjnej (PEKAO SA, Citibank, Enea, Emperia, Budimex, Elektrobudowa, Agora, Dom Development). Cztery z tych firm osiągnęły ujemne przepływy pieniężne za 2011 rok, a przepływy dwóch kolejnych firm były dodatnie, ale bardzo niskie w porównaniu do kwot dywidend. Takie wartości przepływów nie mogą być źródłem finansowania dywidend. W przypadku Agory, a także w mniejszym stopniu Budimexu, różnica między dywidendą a osiągniętymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej była niewielka. Podsumowując, należy stwierdzić, że sytuacja taka wydaje się nieracjonalna. Blisko połowa z badanych firm wykazuje chęć wypłaty kwot wyższych od gotówki wypracowanej z działalności operacyjnej, co może odbić się niekorzystnie na ich płynności finansowej.

Dywidenda wypłacana jest w zdecydowanej większości przypadków w postaci gotówki, ale wysokość tych wypłat uzależniona jest od kwot osiąganych zysków netto. Może to skutkować problemami z płynnością finansową, gdy osiągnięty zysk ma charakter „papierowy”, to znaczy, gdy uzależniony jest od operacji, które nie miały bezpośredniego wpływu na wielkość pozycji gotówkowych w firmie, albo też gdy wynika z innych rodzajów działalności niż operacyjna. Wśród spółek objętych badaniem tylko pięć przedsiębiorstw wypracowało w 2011 roku w sumie więcej gotówki netto niż zostało przeznaczone na wypłatę

dywidendy (PKO BP, KGHM, Asseco Poland, Enea, GPW). Jednakowoż zauważyć trzeba, iż ważniejsza dla płynności finansowej jest wartość gotówki w okresie wypłat dywidend, co odsunięte jest od początku roku o kilka miesięcy (daty są indywidualnie ustalane przez walne zgromadzenia akcjonariuszy). Ze względu na duży rozrzut dat i liczbę spółek objętych badaniem ten problem nie został poddany głębszej analizie. Rozpatrzono jedynie kilka indywidualnych przypadków.

W skrajnym przypadku Emperia Holding SA zdecydowała o wypłacie niemal całego zysku netto w wysokości około 818 miliona złotych, choć wypracowana przez nią gotówka netto w 2011 roku wynosiła –1,1 miliona złotych. Jednakże w pierwszym półroczu 2012 roku w wyniku wpływów z działalności inwestycyjnej (w tym głównie z tytułu umorzonych udziałów oraz zbycia aktywów finansowych) przedsiębiorstwo wypracowało z tej działalności blisko 911 milionów złotych, co w zupełności wystarczyło na wypłatę dywidendy. Różnica między zaplanowaną do wypłaty dywidendą przez Budimex SA a ujemnymi przepływami pieniężnymi netto to ponad 400 milionów złotych. Analiza sprawozdania finansowego za I półrocze 2012 roku (a w szczególności rachunku przepływów pieniężnych) pozwala zauważyć, iż dywidenda (około 280 milionów złotych) wypłacona została z gotówki nagromadzonej w latach ubiegłych (ponad 1,5 miliarda złotych w środkach pieniężnych na początek okresu), której wystarczyło również na zniwelowanie skutków ujemnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (ponad 940 milionów złotych). Nieznane jest z kolei źródło finansowania dywidendy w spółce Agora. Planuje ona wypłacić prawie 51 milionów złotych, choć zgodnie z sprawozdaniem finansowym za półrocze środków pieniężnych na 30 czerwca 2012 roku posiada ona jedynie nieco ponad 27 milionów złotych. Prawdopodobnym źródłem będą środki z kredytu bądź ze sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych (których spółka posiada za ponad 170 milionów złotych). Sytuacja jest jaśniejsza w Dom Development, która to spółka wypłaciła dywidendę w pierwszym kwartale, co zostało ukazane w skróconym sprawozdaniu finansowym za ten okres. Spółka wypracowała dodatkowo przepływy pieniężne netto mimo wypłaty blisko 37 milionów złotych dywidendy. Głównymi grupami wpływów odpowiadających za tę sytuację były: zysk netto (37 milionów złotych), zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych i przychodów przyszłych okresów (prawie 90 milionów złotych), wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów (50 milionów złotych) oraz emisja dłużnych papierów wartościowych (120 milionów złotych). Spółka posiada również dużą ilość wolnych środków pieniężnych na koniec okresu, bo aż blisko 466 milionów złotych.

Z drugiej strony spółka KGHM Polska Miedź mimo wypłaty w formie dywidendy połowy zysku netto i wysokich przepływów pieniężnych netto ogłosiła w uchwale walnego zgromadzenia i w raporcie bieżącym potrzebę zaciągnięcia dodatkowego zadłużenia w celu wypłaty dywidendy (choć nie było pewne źródło długu – kredyt, emisja obligacji czy inne) oraz podziału dywidendy na dwie transze. Głównym powodem tych zabiegów była finalizacja zakupu spółki Quadra FNX za blisko 10 miliardów złotych, która odbyła się w drugim kwartale bieżącego roku. Podsumowując, należy stwierdzić, że każda ze spółek posiadała inną strategię finansowania wypłat dywidend, które zazwyczaj nie były prezentowane interesariuszom w formie raportów bieżących czy uchwał zgromadzeń. Także analiza okresowych sprawozdań finansowych nie pozwalała na wyciągnięcie wniosków co do tych strategii.

Uwagi końcowe

Badane spółki charakteryzowały się wysokim zróżnicowaniem w zakresie osiąganych wyników finansowych, co silnie ogranicza możliwość wyciągnięcia wspólnych wniosków dla całej badanej grupy przedsiębiorstw. Ważnym problemem jest zróżnicowanie pomiędzy osiągniętymi zyskami netto a wypracowaną w wyniku działalności gospodarczej gotówką netto. Dywidenda wypłacana jest w formie gotówkowej, choć jej wartość uzależniona jest głównie od wyników finansowych netto, na których wartość wpływ ma bardzo wiele czynników o charakterze niegotówkowym. Być może dywidenda powinna być także zależna w pewnym stopniu od wypracowanej gotówki, a nie tylko od zysku netto. Problem ten wskazuje również na wysoką wartość poznawczą rachunku przepływów pieniężnych, który jest niedocenianym źródłem informacji o kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Zakres ujawnień w sprawozdaniach finansowych informacji związanych z dywidendami jest zbyt mały, co przy dynamicznym otoczeniu i dużej złożoności organizacji niekorzystnie wpływa na możliwość oceny racjonalności i korzystności z prowadzonych przez spółki strategii finansowania, w tym finansowania dywidend. Wskazana jest większa szczegółowość danych prezentowanych w rachunku przepływów pieniężnych, ważne byłoby wskazanie związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy poszczególnymi pozycjami, zwłaszcza przy wyraźnych zmianach wartości.

Literatura

- Głodek Z. (2004), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
<http://encyklopedia.pwn.pl/haslo/4008093/dywidenda.html> (2.09.2012).
<http://www.buffet.pl> (4.09.2012).
<http://www.gpw.pl> (22.08.2012).
<http://www.money.pl> (25.08.2012).
<http://www.prawo.egospodarka.pl/43548,Kredyt-na-wyplyte-dywidendy,1,82,1.html> (5.09.2012).
http://www.vat.pl/kredyt_na_wyplyte_dywidendy_komentarz_vat_interpretacje_4354.php (5.09.2012).
Kołosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E. (2006), *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
Pomykańska B., Pomykański P. (2007), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.
Sierpińska M., Jachna T. (2006), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa.
Sierpińska M. (1999) *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków.
Skoczylas W. (2009), *Wartość poznawcza analizy sprawozdań finansowych w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, w: *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, red. W. Skoczylas, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.

SOURCES OF DIVIDEND FINANCING ON THE EXAMPLE OF COMPANIES BELONGING TO WIGDIV

Abstract: The dividend is dependent from two categories – of the net profit and the earned cash, which the big dissonance existing between them. The net profit is accounting figures which can however materialize in the form of the paid dividend, for what the cash is essential. Enterprises are characterized by different funding strategies of the dividend which can exert the large impact on the financial condition of these companies. The article is presenting results of the research of dividends financing sources paid by chosen quoted companies based on financial statements and published information in the form of the current reports concerning the decisions on the division the profit and the dividend payment.

Keywords: dividend, sources of financing, listed companies

Cytowanie

Waśniewski P. (2013), *Źródła finansowania dywidendy na przykładzie firm należących do WIGdiv*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 765, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 61, t. 1, Szczecin, s. 111–122; www.wneiz.pl/frfu.