

Elżbieta Maria Wrońska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

RENTOWNOŚĆ I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA A WYPŁATY DYWIDEND GOTÓWKOWYCH

Streszczenie: Podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku z roku poprzedniego oraz z lat poprzednich. Do istotnych czynników determinujących podział zysku zaliczyć można także sytuację w zakresie płynności spółki i dostęp do źródeł finansowania. Biorąc powyższe pod uwagę, istotnym stało się zbadanie zależności między płynnością i rentownością oraz współczynnikami dotyczącymi wypłat dywidend przeprowadzone zostały badania empirycznych mających na celu analizę związku między tymi kategoriami. Na podstawie wyników przeprowadzonych badań można stwierdzić, że wyraźny jest związek między poziomem zysku netto oraz gotówki a poziomem dywidendy.

Słowa kluczowe: dywidenda, płynność, rentowność.

1. Wstęp

Pojęcie dywidendy obejmuje wypłatę gotówkową przysługującą akcjonariuszom. Dywidenda dla akcjonariusza jest elementem jego dochodu związanego z zainwestowanym kapitałem w akcje danej spółki. Dywidenda jest wynagrodzeniem dla inwestora za to, że kupił wyemitowane przez spółkę akcje i ponosi ryzyko prowadzonej przez podmiot działalności gospodarczej [Sierpińska 1999, s. 56]. Na dojrzałym rynku inwestorzy oczekują od spółki pokrycia dywidendą znacznej części spodziewanego przez nich dochodu z posiadania akcji.

Dla spółki dywidenda jest swoistego rodzaju kosztem korzystania z kapitału udostępnionego przez akcjonariuszy. Koszt ten jest też związany ze zmniejszeniem własnych wewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa oraz z kosztami przeprowadzenia operacji wypłaty dywidendy. Dywidenda jest traktowana jako płatność dokonywana przez spółkę na rzecz akcjonariuszy w związku z realizacją prawa majątkowego właścicieli [Duraj 2002, s. 14]. Jest formą dystrybucji środków na rzecz właścicieli dokonywaną przez przedsiębiorstwo.

2. Wybrane uwarunkowania wypłaty dywidend

Podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku z roku poprzedniego i z lat poprzednich. Kwoty te nie mogą przekraczać

zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych¹. Dywidenda jest wypłacana na mocy uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Podjęcie uchwały w sprawie podziału zysku wymaga uprzedniego zatwierdzenia przez akcjonariuszy sprawozdań finansowych, w tym rachunku zysków i strat. Konieczność ta wynika z faktu, że zysk netto, będący podstawą ustalenia wysokości dywidendy, jest elementem rachunku zysków i strat przeniesionym do bilansu.

Do istotnych czynników determinujących podział zysku zaliczyć można: sytuację w zakresie płynności spółki i dostęp do źródeł finansowania, potrzeby i możliwości inwestycyjne, preferencje akcjonariuszy co do bieżących i przyszłych dochodów z akcji, koszty transakcyjne, potrzeba utrzymania kontroli nad spółką [Sierpińska 1999, s. 119].

Firma generująca zysk może mieć niską płynność, gdyż rosnącej sprzedaży mogą towarzyszyć znaczne przyrosty aktywów trwałych, zapasów, należności, a niezbędne środki na ich finansowanie mogą znacznie przekraczać wielkość generowanych wewnątrz firmy nadwyżek pieniężnych (amortyzacja, zatrzymane zyski i przyrost zobowiązań bieżących) [Brigham, Gapenski 2000, s. 84 i nast.; Sierpińska 1999, s. 107]. Na sytuację w zakresie bieżącej płynności, oprócz tempa wzrostu sprzedaży, wpływa dostępność do zewnętrznych źródeł finansowania. Firmy, które mają łatwiejszy dostęp do zewnętrznych środków finansowych, mogą sobie pozwolić na wypłatę wyższych dywidend. Muszą się jednak liczyć z wyższymi kosztami kapitału (o koszty pozyskania nowego kapitału, np. koszty emisji) oraz większym ryzykiem. Niektóre firmy emitują akcje lub pozyskują dług tylko po to, by pozyskać gotówkę na wypłatę dywidend [Sierpińska 1999, s. 129].

Możliwości inwestycyjne zależą od dostępności zyskowych inwestycji, czyli takich, których spodziewana stopa dochodu jest wyższa niż koszt kapitału. Potrzeby inwestycyjne zależą w dużej mierze od tempa rozwoju spółki, a te – od sytuacji rynkowej oraz strategii działania przedsiębiorstwa. Firmy, które mają duże możliwości i potrzeby inwestycyjne, mogą preferować zatrzymywanie znacznej części zysku, traktując go jako źródło finansowania inwestycji. Natomiast spółki mające mniejsze możliwości i potrzeby inwestycyjne, charakteryzują się wysokim poziomem wypłat dywidend. Potrzeby inwestycyjne i tempo wzrostu sprzedaży (determinujące wiel-

¹ W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku z roku poprzedniego oraz z lat poprzednich. Kwoty te nie mogą przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o kwoty przekazane na kapitały rezerwowe w poprzednich latach i pomniejszonego o poniesioną stratę oraz o kwoty przekazane na fundusze rezerwowe utworzone zgodnie z ustawą lub umową spółki, które nie mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. W przypadku spółki akcyjnej kwoty przeznaczone do podziału między akcjonariuszy nie mogą przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o zysk przeniesiony z kapitałów rezerwowych (funduszy) utworzonych w tym celu w poprzednich latach, pomniejszonego o poniesione straty oraz o kwoty umieszczone w kapitałach rezerwowych utworzonych zgodnie z ustawą lub statutem, które nie mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Na wypłatę dywidendy może być przeznaczony zysk z kapitałów rezerwowych utworzonych w okresie nieprzekraczającym trzech ostatnich lat obrotowych [Ustawa z dnia 15 września..., art. 192, 348].

kość wolnych środków finansowych) zależą w dużej mierze od fazy cyklu życia, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo².

Istnienie kosztów transakcyjnych (koszty prowizji bankowych, koszty ogłoszeń, czas poświęcony na obsługę wypłaty dywidendy, rozliczenie i odprowadzenie podatku dochodowego od zysków kapitałowych) związanych z wypłatą dywidendy na rzecz właścicieli spółki może zniechęcać spółki do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy [Dobbins, Frąckowiak, Witt 1992, s. 143]. Gdy firma wypłacająca dywidendę emituje jednocześnie akcje, wówczas koszty transakcyjne wypłaty dywidendy są włączone do kosztów emisji. Natomiast decyzja o zatrzymaniu zysków i ich reinwestowaniu w spółkę nie pociąga za sobą żadnych kosztów transakcyjnych, gdyż wiąże się wyłącznie z zapisem księgowym.

Innym czynnikiem decydującym o stosowanej polityce dywidend są preferencje akcjonariuszy co do wypłat dywidend [Gajdka, Walińska 1998, s. 284]. Niektórzy inwestorzy nabywają udziały i akcje z myślą o bieżących dochodach w formie dywidend gotówkowych, podczas gdy dla innych ważniejszy jest przyszły dochód w postaci przyrostu wartości akcji. Przykładowo osoby młode mogą uważać za bardziej dogodne lokowanie posiadanej gotówki w akcje przynoszące niskie dywidendy, ale wysokie zyski kapitałowe. Preferencje osób starszych mogą dotyczyć akcji przynoszących wyższe dochody z dywidendy.

Czynnikiem determinującym politykę dotyczącą dywidendy są też preferencje akcjonariuszy związane z kontrolą menedżerów (koszty agencji) [Brigham, Gapenski 2000, s. 599]. Jeśli grupa akcjonariuszy ma większościowy udział w kapitale akcyjnym, to będzie się starała nie dopuścić do nowej emisji akcji. W ten sposób będą dążyli do utrzymania dotychczasowego znaczącego wpływu na spółkę. A zatem w takim przypadku akcjonariusze będą preferować niskie dywidendy, by nie dopuścić do wypływu środków pieniężnych z firmy i powstania konieczności pozyskania kapitału w drodze emisji nowych akcji.

3. Znaczenie płynności i rentowności dla wypłaty dywidend

Jak już wcześniej wskazano, podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku netto. Akcjonariusze, podejmując decyzję

² Mała firma w początkowym etapie rozwoju wymaga poniesienia dużych nakładów inwestycyjnych na rozwój. W etapie tym firma wchodzi z produktem na rynek i ma ograniczone możliwości zwiększania sprzedaży. Sytuacja taka wskazuje na ograniczoną zdolność wypłacania dywidend ze względu na duże potrzeby kapitałowe spółki w zakresie finansowania rozwoju. W kolejnym etapie cyklu życia – wzrostu – firma wykazuje duże tempo wzrostu sprzedaży przy mniejszym już poziomie inwestycji. Również i taka sytuacja może stanowić barierę dla generowania nadwyżek środków finansowych w celu finansowania wypłat dywidend (konieczność finansowania wzrostu aktywów niezbędnych do zrealizowania wzrostu sprzedaży). W kolejnym etapie – dojrzałości – firma wykazuje się stabilizacją sprzedaży, co umożliwi generowanie dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej [Sierpińska 1999, s. 117 i nast.].

o wysokości dywidendy, sugerują się jej kategorią jako związaną z podziałem wyniku finansowego³. Chociaż, jak już zaznaczono, o możliwości wypłaty dywidendy w większym stopniu niż wielkość zysku netto decydować powinno dysponowanie środkami pieniężnymi. Wydaje się jednak, że poziom zysku netto jest czynnikiem bardziej uwzględnianym przez akcjonariuszy w procesie podejmowania decyzji o sposobie podziału zysku netto. Można odnieść wrażenie, że akcjonariusze, podejmując decyzję o wysokości dywidendy, nie analizują sytuacji finansowej w sposób kompleksowy, preferując przede wszystkim własne interesy.

Na podstawie dotychczasowych rozważań teoretycznych i prowadzonych badań [Wrońska 2008; Pieloch 2008] możliwe jest postawienie hipotezy, że na wypłatę dywidend gotówkowych decydują się firmy zyskowe, w mniejszym stopniu uwzględniające poziom płynności finansowej. Uzupełnieniem tego spostrzeżenia może być stwierdzenie, że na wykup akcji decydują się firmy o wysokim poziomie płynności finansowej. Z badań, jakie prowadzi A. Pieloch, wynika, że korelacja między zyskiem netto a wysokością wykupu akcji jest znacznie słabsza niż zależność wartości odkupienia akcji i wysokości operacyjnych przepływów pieniężnych. Natomiast z dotychczasowych badań autorki wynika, że dywidendy stanowią stały odsetek zysku (ok. 70-80% zysku netto) oraz że środki wypracowane na rzecz akcjonariuszy (FCFE) są niewystarczającym źródłem finansowania wypłaty dywidendy; środki te są uzupełniane przez posiadane zasoby gotówki zgromadzone z nadwyżek finansowych lat poprzednich.

Możliwe jest stwierdzenie, że między zyskiem i zyskownością a dywidendą występuje silniejsze powiązanie niż w przypadku zależności między gotówką i płynnością a dywidendą.

4. Płynność, rentowność a wypłata dywidend w praktyce

Stwierdzona zależność między rentownością, płynnością finansową a wysokością wypłat dywidend spowodowała, że z teoretycznego i z praktycznego punktu widzenia ważne jest przeprowadzenie badań empirycznych mających na celu analizę związku między tymi trzema kategoriami – tj. wysokością wypłat gotówkowych na rzecz właścicieli (dywidend) w relacji do rentowności i płynności finansowej.

Badaniami objęto osiem losowo wybranych spółek branży chemicznej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ramy czasowe badań objęły lata 2002-2007. Przedmiotem analiz było:

- określenie poziomu zysku netto i rentowności (wskaźniki ROS, ROA i ROE), poziomu gotówki i płynności (wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej) oraz

³ W polskojęzycznej literaturze przedmiotu oraz praktyce gospodarczej dominuje ujęcie dywidendy jako związanej z podziałem wyniku finansowego; natomiast w finansach (teorii i praktyce) krajów anglosaskich (głównie w Stanach Zjednoczonych) dywidenda jest traktowana jako transfer posiadanej przez podmiot gospodarczy gotówki na rzecz akcjonariuszy.

wielkości wypłat dywidend i współczynników wypłat dywidend (stopa wypłaty dywidendy oraz wskaźnik DPS),

- określenie zależności między rentownością a wysokością dywidend oraz między płynnością a wielkością dywidend (przy zastosowaniu wskaźnika korelacji Pearsona).

Przeprowadzone badania i ich wyniki pozwolą stwierdzić, czy istnieje zależność między dywidendą a poziomem zysku i poziomem gotówki oraz między współczynnikiem wypłat dywidendy a płynnością i rentownością. Dla analizowanych danych (osiem spółek, 6 lat) ustalono zależność przy wykorzystaniu współczynnika korelacji liniowej Pearsona.

W tabeli 1 zawarto obliczone współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poziomami badanych wielkości.

Tabela 1. Zestawienie współczynników korelacji między rentownością i płynnością a wypłatą dywidend dla badanej grupy spółek sektora chemicznego

Wyszczególnienie	Stopa dywidendy	DPS	Poziom dywidendy
ROS	0,19	0,14	-0,184
ROA	0,35	0,29	-0,087
ROE	0,24	0,18	-0,003
Płynność bieżąca	0,20	0,005	-0,197
Płynność szybka	0,14	0,02	-0,046
Zysk netto	0,540	0,731	0,821
Gotówka	0,591	0,561	0,892

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych finansowych z badanych spółek.

Zauważyć należy, że ustalone dla badanej grupy poziomy współczynników korelacji Pearsona dotyczące relacji między miarami względnymi odnoszącymi się do zyskowności, płynności czy też współczynników wypłat dywidend wskazują na bardzo słabe powiązania (między rentownością netto aktywów ogółem ROA a stopą dywidendy i DPS) lub brak występowania związku (w pozostałych przypadkach).

Zupełnie inaczej przedstawia się sytuacja, gdy przedmiotem analiz są miary bezwzględne, tj. poziom zysku netto oraz poziom gotówki dla badanej grupy. W tym przypadku wszystkie wyznaczone wskaźniki korelacji wskazują na istnienie silnej i dodatniej zależności. Nadmienić też należy, że współczynnik korelacji między poziomem zysku netto i gotówki w badanych spółkach analizowanego okresu wynosi 0,883.

Ze względu na to, że analizy przeprowadzono na grupie ośmiu spółek, kolejnym etapem analiz było przeprowadzenie testów istotności dla ustalonego poziomu korelacji między współczynnikami rentowności i płynności a współczynnikami doty-

czącymi wypłaty dywidendy. Za hipotezę zerową przyjęto sformułowanie o braku występowania zależności między badanymi kategoriami. Za hipotezę alternatywną przyjęto założenie o występowaniu zależności między analizowanymi cechami (hipoteza dotyczy obszaru dwustronnego). Poziom istotności przyjęto w wysokości 5% (szerzej na temat teoretycznych podstaw weryfikacji hipotez statystycznych, stosowanych testów i zasad ich przeprowadzania i interpretowania wyników w [Sobczyk 2006, s. 121 i nast.]).

Przeprowadzona weryfikacja doprowadziła do stwierdzenia o odrzuceniu hipotezy zerowej w przypadku zależności między rentownością netto aktywów ogółem (ROA) a stopą dywidendy i DPS, co oznacza, że związek między tymi kategoriami jest statystycznie istotny. Również analiza zależności między poziomem gotówki i zysku netto a stopą dywidendy, DPS oraz poziomem dywidendy może prowadzić do stwierdzenia o odrzuceniu hipotezy zerowej, co również oznacza istnienie istotnego statystycznie związku między tymi kategoriami. W pozostałych przypadkach możliwe jest stwierdzenie o braku podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej. Takie stwierdzenie jest równoznaczne z tym, że związek między badanymi zmiennymi nie jest statystycznie istotny.

5. Podsumowanie

Podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku z roku poprzedniego i z lat poprzednich. Do istotnych czynników determinujących podział zysku zaliczyć można także sytuację w zakresie płynności spółki i dostęp do źródeł finansowania. W związku z tym przeprowadzono badania empiryczne mające na celu analizę związku między tymi kategoriami związanymi bezpośrednio z wypłatą dywidendy, tj. wysokością wypłat gotówkowych na rzecz właścicieli (dywidend) w relacji do rentowności i płynności finansowej.

Ustalone na grupie ośmiu spółek giełdowych branży chemicznej poziomy współczynnik korelacji Pearsona odnoszące się do relacji między miarami względnyymi wykorzystującymi takie miary, jak zyskowość, płynność czy też współczynniki wypłat dywidend, wskazują na bardzo słabe powiązania (między rentownością netto aktywów ogółem (ROA) a stopą dywidendy i DPS) lub brak występowania związku (w pozostałych przypadkach). Dodatkowo stwierdzić można, że wyliczone wskaźniki korelacji wskazują na wysoką zależność pomiędzy poziomem dywidendy a poziomem gotówki i zysku netto oraz między poziomem zysku netto i gotówki w badanych spółkach analizowanego okresu.

Stwierdzić więc należy, że postawiona na wstępie hipoteza, że między zyskiem i zyskowością a dywidendą występują silniejsze powiązanie niż w przypadku zależności między gotówką i płynnością a dywidendą, nie znajduje potwierdzenia w świetle przeprowadzonych na potrzeby niniejszego artykułu badań empirycznych. Na podstawie wyników badań można stwierdzić, że ani płynność finansowa, ani rentowność nie wpływają na współczynnik wypłat dywidend mierzony wielkością

dywidendy przypadającą na 1 akcję czy też na poziom współczynnika odzwierciedlającego udział dywidendy w zysku netto. Płynność i rentowność nie oddziałują też na poziom wypłacanej dywidendy. Wyraźny jest zaś związek między poziomem zysku netto oraz gotówki pozostającej do dyspozycji podmiotów gospodarczych a poziomem dywidendy wypłacanej na rzecz akcjonariuszy.

Literatura

- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, Paanpol, Poznań 1992.
- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidend przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
- Pieloch A., *Ocena znaczenia wysokości wyników finansowych spółek w realizacji wykupu akcji własnych*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999.
- Sobczyk M., *Statystyka. Aspekty praktyczne i teoretyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2006.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).
- Wrońska E.M., *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.

THE SIGNIFICANCE OF PROFITABILITY AND LIQUIDITY IN DIVIDEND DECISIONS

Summary: Under the Polish law, dividend cannot be higher than net income. The net income is the base for estimating the amount of dividends paid to the shareholders. However, there are many different factors influencing the level of dividends, and among them the most important appears to be the financial liquidity and the access to financial sources.

This research aims at examining the relation between dividends and the net profit, the cash, the profitability, the liquidity. The research was carried out in 8 public limited companies.

The outcome of this research shows that the dividends are related to a large extent with the net income and cash. Dividends are not correlated with the profitability and liquidity of the company.