

Mirosław Wypych

Strategia wysokich dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 324-335

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MIROSLAW WYPYCH

STRATEGIA WYSOKICH DYWIDEND NA PRZYKŁADZIE POLSKICH SPÓLEK GIEŁDOWYCH

Wstęp

Jedną z tendencji charakteryzujących rozwój polskiego rynku giełdowego w ostatnim okresie jest dynamiczny wzrost wartości wypłacanych akcjonariuszom dywidend. Zjawisko to jest z jednej strony konsekwencją zwiększania się liczby spółek placących dywidendy, z drugiej zaś strony wynika z realizowanej przez spółki polityki podziału zysku. Niektóre spółki na dywidendy przeznaczają niemal cały zysk lub znaczną jego część. Zdarzają się także przypadki wypłacania dywidendy przewyższających wartość wypracowanego za dany rok obrotowy zysku netto. Jeżeli postępowanie tego rodzaju realizowane jest długofalowo, można uznać, że mamy do czynienia z realizacją strategii wysokich dywidend. Celem artykułu jest wyeksponowanie specyfiki strategii wysokich dywidend oraz uwarunkowań jej realizacji. Rozważania teoretyczne uzupełnione są analizą empiryczną na przykładzie polskich spółek giełdowych.

Identyfikacja strategii wysokich dywidend

Problematyka podziału zysku i związanej z nim polityki dywidend od dawna stanowi przedmiot zainteresowania badaczy i praktyków gospodarczych. Zagadnienie to rozpatrywane może być od strony przedsiębiorstwa (wypłata dywidendy wpływa na strukturę finansowania podmiotu ograniczając kapitały własne, które mogłyby wspomagać jego rozwój) oraz od strony rynku kapitałowego (w przypadku mocnej formy efektywności rynku występuje duże prawdopodobieństwo, że płacenie dywidend wywiera wpływ na kształtowanie się kursu akcji). Na tym tle analizowane są czynniki kształtujące politykę dywidend,

konstruowane różne modele wypłat dywidend, podejmowane próby określania wpływu dywidendy na wartość przedsiębiorstwa w kontekście optymalizacji proporcji podziału zysku.¹

Mimo licznych badań kontrowersje wokół polityki dywidend w wymienionych obszarach nie zostały dotychczas rozstrzygnięte.² Jednym z takich kontrowersyjnych aspektów jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie: Dlaczego spółki giełdowe decydują się na płacenie wysokich dywidend?

Wykazanie, jakiego rodzaju strategię wypłat dywidendy realizują spółki giełdowe możliwe jest w oparciu o wskaźniki pomiaru poziomu dywidendy. Zaliczane są one do kategorii określanych powszechnie mianem wskaźników rynku kapitałowego lub wskaźników oceny pozycji rynkowej spółki. Najczęściej wykorzystywanymi wskaźnikami pomiaru poziomu dywidendy w spółkach są:³

- dywidenda przypadająca na 1 akcję (DPS),
- stopa dywidendy (DYR.),
- stopa wypłat dywidendy (DPR),
- wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto (CR).

Dywidendę na jedną akcję (DPS, ang. *dividend per share*) oblicza się jako relację kwoty przeznaczonej decyzją WZA na dywidendy do liczby wyemitowanych przez spółkę akcji. Poziom tego wskaźnika dla inwestora giełdowego ma ograniczoną przydatność decyzyjną, ponieważ nie informuje bezpośrednio o opłacalności inwestycji w akcje i nie może stanowić podstawy porównań między różnymi spółkami. Jednak wysokość dywidendy przypadającej na jedną akcję można rozpatrywać także w kategoriach medialnych i tego punktu widzenia traktować jako kryterium analizy polityki dywidendowej. Obserwacja kształtowania się wskaźnika DPS w dłuższym horyzoncie czasowym pozwala ponadto ocenić tendencje zmian w poziomie dywidend. Wskaźnik ten służy jednak przede wszystkim do obliczania innych mierników charakteryzujących

¹ Por. np. Duraj A., *Czynniki realizacji polityki dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002; Gajdka J., Walińska E. *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.

² Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce. Warszawa 1999, s. 170.

³ Helfert E.A., *Techniki analizy finansowe*. PWE, Warszawa 2004, s. 171-173; Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN. Warszawa-Kraków 1999, s. 185-190.

poziom wypłat dywidend. Należy podkreślić, że wskaźnik DPS uwzględnia zarówno dywidendy wynikające z rozliczenia wyniku finansowego za dany rok obrotowy, jak i ewentualne dywidendy wypłacone z zysków zatrzymanych w latach poprzednich.

Stopa dywidendy (DYR, ang. *dividend field ratio*) stanowi relację kwoty dywidendy przypadającej na 1 akcję do ceny rynkowej akcji na konkretny dzień notowań. Stopą dywidendy zainteresowani są zwłaszcza inwestorzy długoterminowi, dla których dywidenda jest podstawowym źródłem dochodu z inwestycji. Na jej podstawie możliwe są porównania z innymi stopami procentowymi rynku finansowego. Wskaźnik DYR dla konkretnej spółki porównuje się ze wskaźnikami zagregowanymi dla branży lub rynku giełdowego. Natomiast wskaźnik zagregowany dla ogółu spółek giełdowych pozwala na wstępną ocenę rozwoju rynku kapitałowego. Jeżeli inwestorzy oczekują dużych dochodów z różnic kursów akcji, skłonni są akceptować niższy poziom stopy dywidendy w porównaniu z poziomem na rynku, na którym tempo wzrostu cen akcji jest wolniejsze. Z decyzyjnego punktu widzenia niska wartość wskaźnika DYR interpretowana jest jako przeszacowanie wartości akcji, natomiast wysoka jako jej niedowartościowanie. Na rozwiniętym rynku kapitałowym, gdzie spółki giełdowe systematycznie wypłacają dywidendy, niski poziom dywidend często odbierany jako objaw kłopotów finansowych, natomiast poziom wysoki jako odzwierciedlenie dużego potencjału dochodowego. Dlatego wysokość stopy dywidendy traktowana jest również jako miara ryzyka; przy wyższym stopniu ryzyka wskaźniki stopy dywidendy są wyższe. Fakt ten dostrzegany jest przy konstrukcji portfela akcji w oparciu o popularną, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, tzw. strategię Dow 10, preferującą długoterminowe inwestycje w akcje przynoszące największe dywidendy.⁴

Z interesującego nas punktu widzenia najbardziej przydatny do oceny strategii wypłat dywidendy wydają się być: stopa wypłat dywidendy (DPR, ang. *dividend payout ratio*) oraz wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto (CR ang. *cover ratio*). Z rachunkowego punktu widzenia mierniki te można do pewnego stopnia traktować jako alternatywne w stosunku do siebie.

⁴ Kuchciak M. T., *Psy WIG-u czyli wszystko o dywidendach*, „Parkiet” 2001, nr 139; Wypych M., *Wypłata dywidend jako wyznacznik inwestycji w akcje spółek giełdowych* [w:] Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka (red.) W. Pluta „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, 2006, nr 1109, s. 738-739.

Wskaźnik DPR obliczany jest jako stosunek wartości dywidend do zysku netto lub jako stosunek dywidendy na jedną akcję do zysku netto na jedną akcję. Informuje on o tym, jaka część zysku po opodatkowaniu została decyzją Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy przeznaczona na wypłatę dywidendy. W obliczeniach uwzględnia się zatem jedynie dywidendy wynikające z rozliczenia wyniku finansowego (podziału zysku) za konkretny rok obrotowy. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w warunkach polskich niski poziom tego wskaźnika nie musi oznaczać, że pozostała, po wypłaceniu dywidend, część zysku netto zostaje zatrzymana w przedsiębiorstwie w celu finansowania inwestycji. Z zysku netto wypłacane mogą być bowiem nagrody dla pracowników, tandiemy dla zarządu i rady nadzorczej, jak również finansowane cele o charakterze socjalnym i charytatywnym. W tej sytuacji w ocenie polityki dywidend pomocny może się okazać również wskaźnik zatrzymania zysku (zwany także stopą reinwestycji zysku) obliczany jako relacja zysku zatrzymanego do zysku netto.

Wskaźnik CR obliczany jest jako relacja zysku netto na jedną akcję do kwoty dywidendy na jedną akcję. Ponieważ źródłem wypłat dywidendy mogą być nie tylko zyski wygospodarowane w danym roku, ale również zyski skumulowane z okresów poprzednich, wskaźnik CR przyjmuje różną postać, a mianowicie:

- relacja zysku netto za dany rok obrotowy do tej części zysku netto, która została przeznaczona na wypłatę dywidendy: w takim ujęciu wskaźnik CR jest odwrotnością wskaźnika DYR i informuje ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczonego na dywidendy (jego poziom nie może być niższy od jedności);
- relacja zysku netto za rok obrotowy do kwoty dywidend wypłaconych na podstawie decyzji WZA lub zysku netto na jedną akcję do dywidendy na jedną akcję: jeżeli na wypłatę dywidend wykorzystuje się zyski zatrzymane w latach poprzednich poziom tak obliczonego wskaźnika jest niższy od poziomu wskaźnika określanego według zasad przedstawionych wyżej i może on przyjmować wartości poniżej jedności;
- relacja EPS (zysk na jedną akcję) traktowana jako wskaźnik rynku kapitałowego do DPS (dywidenda na jedną akcję): jak wiadomo wskaźnik EPS obliczany jest na podstawie wyniku finansowego netto za ostatnie cztery kwartały po opublikowaniu przez spółkę sprawozdania finansowego, a więc nie jest bezpośrednio powiązany z wynikiem finansowym netto, na podstawie którego podjęta została

netto, na podstawie którego podjęta została decyzja WZA o wypłacie dywidendy⁵ (wartość tak określanego wskaźnika CR zmienia się po upływie kolejnych trzech miesięcy, co dla inwestorów giełdowych stanowi dodatkowe kryterium oceny polityki dywidend).

Obserwacja w dłuższym okresie kształtowania się przedstawionych wskaźników ułatwia inwestorowi ocenę podejmowanych przez spółkę decyzji dotyczących podziału zysku. Wskaźniki te pozwalają również na prowadzenie analiz porównawczych, charakteryzujących tendencje rozwojowe rynku kapitałowego dotyczące płatności dywidend. Na tej podstawie można wskazać spółki realizujące politykę wysokich dywidend. Są to przede wszystkim spółki regularnie przeznaczające znaczące kwoty na wypłatę dywidend, co znajduje odzwierciedlenie w relatywnie wysokim poziomie stopy wypłat dywidendy oraz niskim poziomie wskaźnika pokrycia dywidendy zyskiem netto. Z punktu widzenia opłacalności długoterminowych inwestycji w akcje istotny wydaje się być także wysoki poziom stopy dywidendy. Kwota dywidendy na jedną akcję jako atrybut identyfikacji spółek prowadzących politykę wysokich dywidend spełnia rolę raczej uzupełniającą, co nie oznacza, że informacje dotyczące tego wskaźnika nie powinny być upowszechniane.

Strategia wysokich dywidend w świetle danych empirycznych

Przedstawione wskaźniki umożliwiają identyfikację spółek realizujących politykę wysokich dywidend. Aby można było stwierdzić, że spółka faktycznie realizuje tego rodzaju politykę, należy prześledzić okres co najmniej kilkuletni, aby wyeliminować sporadyczne przypadki wypłaty wysokich dywidend. Polityka dywidend powinna bowiem być w miarę stabilna, długofalowa i wyraźnie sprecyzowana, ogłoszona w prospektach emisyjnych lub komunikatach spółki, aby inwestor miał okazję zapoznania się ze stanowiskiem firmy w tym względzie. Mówimy wówczas, że jest ona prowadzona według określonej strategii. Dopuszcza się przy tym możliwość przejściowego (na rok, dwa lata) zawieszenia wypłaty dywidendy lub wydatnego ograniczenia jej wysokości, zwłaszcza, gdy spółka realizuje tzw. rezydualną politykę dywidend.

⁵ W warunkach polskich posiedzenia WZA, na których podejmowane są decyzje dotyczące rozliczenia wyniku finansowego netto za rok obrotowy i ewentualnej wypłaty dywidendy odbywają się z reguły po 31 marca następnego roku, a więc po upływie I kwartału.

W tabeli 1 wskazano spółki, które w latach 2002 – 2007 (dywidendy za rok poprzedni) wypłacały najwyższe kwoty dywidendy na jedną akcję a także spółki, które w tym okresie osiągały najwyższe stopy dywidend. Każdorazowo wymieniono pięć spółek. Analizując dane dotyczące wskaźnika DPS odczuwa się wrażenie, że w ostatnich latach kwota dywidendy na jedną akcję stanowi jeden z instrumentów określających pozycję konkurencyjną spółki na rynku giełdowym.

Tabela 1. Krajowe spółki giełdowe o najwyższym poziomie wskaźników DPS i DYR. w latach 2002 - 2005

Spółka / DPS – dywidenda na 1 akcję w zł					
2002		2003		2004	
BPH	3,80	Żywiec	20,00	Żywiec	20,00
Pekao	3,80	Grajewo	10,32	Grajewo	11,98
Unimil	3,50	Dębica	5,60	BPH	8,70
Jelfa	2,20	Mondi	4,79	Dębica	7,80
Mondi	1,68	Pekao	4,18	Mondi	5,00
2005		2006		2007	
Żywiec	30,00	BPH	30,00	BPH	36,20
BPH	22,10	Żywiec	30,00	Żywiec	31,00
INGBSK	20,50	INGBSK	27,50	INGBSK	27,90
Grajewo	13,66	KGHM	10,00	KGHM	16,97
Handlowy	11,97	Pekao	7,40	Stalprodukt	10,00
Spółka / DYR – stopa dywidendy (na ostatniej sesji w danym roku) w %					
2002		2003		2004	
BRE	11,36	Elzab	13,20	Modni	8,62
ZEG	10,19	Muza	8,70	LZPS Protektor	8,05
Permedia	8,77	Ropczyce	6,53	Dębica	7,92
Elektrobudowa	7,63	Grajewo	6,22	Grajewo	5,98
Jutrzenka	6,48	Modni	6,20	Permedia	5,19
2005		2006		2007	
Mostostal Płock	29,50	Aparator	31,7	BPH	34,8
LZPS Protektor	24,79	KGHM	11,2	KGHM	16,0
Handlowy	18,00	PKN Orlen	9,4	ATM	11,9
Elzab	14,72	Eurofaktor	8,0	DGA	9,0
Dębica	10,46	Elzab	7,7	Mondi	8,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Roczników Giełdowych* za lata 2003-2007 oraz *Gazety Giełdy „Parkiet”* (ostatnie numery z lat 2002-2007)

Wyraźnie widoczne jest to na przykładzie spółek *Żywiec* oraz *BPH* a także *ING BSK*. Wypłata wysokiej dywidendy traktowana jest jako swego rodzaju

wyróżnik prestiżu spółki. W latach 2006 – 2007 do rywalizacji pod tym kątem włączyła się spółka *KGHM*, natomiast wcześniej trzykrotnie wśród pięciu spółek płacących najwyższe kwotowo dywidendy lokowały się: *Modni (Świecie)* oraz *Grajewo*.

Wyplata wysokich dywidend częściowo przekłada się na poziom stopy dywidendy, aczkolwiek w tym przypadku należy uwzględnić zmienność kursów giełdowych. Wahania notowań akcji sprawiają, że przydatność informacyjna wskaźnika DYR jest ograniczona i trudno jest na jego podstawie oceniać politykę dywidendową prowadzoną przez spółkę. Dane w tabeli 1. wskazują jednak, że dywidendy płacone przez niektóre spółki zapewniają posiadaczom ich akcji relatywnie wysokie stopy zwrotu z inwestycji. Wśród osiągających najwyższy poziom stopy dywidendy w okresie 2002 – 2007 trzykrotnie znalazły się spółki *Modni i Elzab*, dwukrotnie spółki *Permedia*, *Grajewo*, *LZPS Protektor*, *Dębica* oraz w ostatnich latach *KGHM*. Wysoki poziom stopy dywidend jest doceniany szczególnie przez akcjonariuszy przetrzymujących akcje długoterminowo, w tym inwestorów strategicznych.

Jak podkreślono wcześniej, najbardziej przydatne w ocenie polityki dywidendowej z punktu widzenia decyzji o podziale zysku są: stopa wypłat dywidendy oraz wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto. Na podstawie wskaźnika DPR stwierdzamy, jaką część zysku netto za dany rok obrotowy spółka przeznaczają na dywidendy. Z kolei wskaźnik CR, dla potrzeb prowadzonej analizy, określono jako relację zysku netto za dany rok obrotowy do wartości wypłaconych dywidend. Tak interpretowany wskaźnik CR stanowi odwrotność wskaźnika DPR jedynie w sytuacji, gdy spółka przeznaczają na dywidendy zysk wypracowany w danym roku obrotowym. Możliwość finansowania wypłaty dywidendy z zysków zatrzymanych w latach poprzednich sprawia, że owa zależność między obu wskaźnikami nie zawsze występuje. W krańcowych przypadkach możliwa jest wypłata dywidendy wyłącznie z zysków zatrzymanych i jednocześnie przeznaczenie całego zysku za dany rok obrotowy na fundusz rezerwowi przeznaczony na wypłatę dywidend w przyszłości (tak postąpiła w 2003 roku spółka *Żywiec*).

W tabeli 2 zamieszczono informacje o poziomie wskaźników DPR i CR dla spółek realizujących strategię wysokich dywidend. Dane dotyczą decyzji o podziale zysku za lata 2002-2006. Jako kryterium wyboru spółek przyjęto przeznaczanie na wypłatę dywidend więcej niż połowę wypracowanego zysku co

najmniej trzykrotnie w objętym analizą okresie. Łącznie wymieniono 13 spółek, co stanowi około jednej czwartej liczby spółek systematycznie wypłacających dywidendy. Niektóre spółki z uwagi na rezydualną politykę dywidend sporadycznie zatrzymywały cały zysk, bądź znacznie ograniczały wypłaty dywidend (np. *Aparator* czy *Będzin*), inne spółki zaczęły realizować strategię wysokich dywidend dopiero w ostatnich latach (*BPH*, *ING BSK*, *Grajewo*). Spółka *Jelfa* po przejęciu przez inwestora zagranicznego zaprzestała wypłaty dywidend i w 1996 roku jej akcje zostały wycofane z obrotu giełdowego.

Tabela 2. Stopa wypłat dywidendy (DPR) i wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto (CR) w spółkach realizujących strategię wysokich dywidend w latach 2001-2006

Spółka	2002		2003		2004		2005		2006	
	DPR	CR	DPR	CR	DPR	CR	DPR	CR	DPR	CR
Aparator	0,67	2,09	0,55	1,79	0,40	2,46	0,97	1,03	0,08	12,8
Będzin	0,47	1,18	0,06	1,07	0,99	1,01	0,23	1,01	0,95	1,05
BPH	0,30	3,32	0,75	1,33	0,82	1,22	0,85	1,17	0,86	1,16
Dębica	0,99	1,01	0,98	1,02	1,00	1,00	1,01	1,01	0,50	2,01
Elbudowa	-	-	0,65	1,54	0,75	1,26	0,68	1,47	0,68	1,46
Grajewo	0,94	1,06	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	1,01	0,58	1,73
Handlowy	0,97	1,03	0,96	1,04	0,84	0,32	0,80	1,25	0,86	1,16
INGBSK	0,22	4,52	0,36	2,75	0,73	1,37	0,71	1,42	0,67	1,49
Jelfa	0,78	1,29	0,78	1,27	1,00	1,00	-	-	-	-
Mondi	0,59	0,67	0,99	0,59	0,64	1,55	0,99	0,55	1,00	1,00
Pekao	0,90	1,11	0,81	1,23	0,79	1,26	0,86	1,17	0,87	1,15
Permedia	0,79	1,27	0,71	1,40	0,60	1,67	0,69	1,45	0,57	1,75
Żywiec	0,00	0,35	0,56	0,90	0,33	0,81	0,96	0,95	0,97	1,06

Źródło: Opracowanie własne na podstawie analizy danych finansowych spółek giełdowych publikowanych w serwisie *Biznes, Interia.pl* oraz w *Almanachu Polskiego Runku Kapitałowego „Przewodnik Inwestora”* Gazeta Giełdy „Parkiet”.

Większość wymienionych spółek przeznacza na dywidendy zysk netto wypracowany w roku obrotowym. Niektóre spółki realizujące tego rodzaju politykę przeznaczają na dywidendy ponad 80% zysku: wskaźnik DPR kształtuje się wówczas na poziomie powyżej 0,80 i odpowiednio wskaźnik CR poniżej 1,25 (jak już wskazano, w tym przypadku wskaźniki DPR i CR stanowią w stosunku do siebie odwrotność). Przykładem są banki *Pekao*, *Handlowy* (za wyjątkiem 2004 roku), *BPH* (od 2004 roku) czy spółki *Dębica* i *Grajewo* (lata 2002-2005). W innych spółkach finansujących dywidendę z zysku za rok obrotowy poziom

DPR ulega wahaniom, jednak zwykle przekracza 0,60 (*Elbudowa*, *Permedia*, *Jelfa*).

Pozostałe spółki w mniejszym lub większym stopniu wykorzystywały do finansowania wypłaty dywidendy zyski zatrzymane w latach poprzednich (z reguły był to fundusz rezerwowy tworzony z przeznaczeniem na dywidendy). Systematycznie czyniły to spółki *Będzin* i *Żywiec*, dwukrotnie spółka *Modni*, jednorazowo *Bank Handlowy*. Spółka *Aparator* od kilku lat wypłaca dywidendę zaliczkową pod koniec roku obrotowego a następną część na początku drugiej połowy następnego roku. Gwałtowny wzrost dywidendy (z 4 zł w 2004 r. do 7 zł w 2005 r.) stanowił jedną z przyczyn ograniczenia dywidendy za 2006 r. (80 gr.)

Dokładniejsze informacje dotyczące podziału zysku w spółkach *Będzin*, *Żywiec*, *Modni* i *Bank Handlowy* w okresach, gdy na wypłatę dywidend wykorzystywano zyski zatrzymane w latach poprzednich z przeznaczeniem na dywidendy przedstawiono w tabeli 3.

W pierwszej z wymienionych spółek każdorazowo zysk netto był wyższy od kwotą wypłacanych dywidend (wskaźnik Cr kształtuje się powyżej jedności). Spółka realizowała politykę rosnącej dywidendy na jedną akcję i z tego względu część zysku przeznaczana na dywidendy w poszczególnych latach jest zróżnicowana, mimo że poziom generowanego zysku netto jest w miarę stabilny (wskaźnik DPR wykazuje znaczne wahania). W pozostałych spółkach poziom wypłacanych dywidend we wszystkich analizowanych latach jest wyższy od wypracowanego zysku netto (wskaźnik CR jest niższy od jedności). Oznacza to, że spółki gromadziły znaczne środki w latach poprzednich na funduszu rezerwowym z przeznaczeniem na wypłatę dywidend. Zgodnie z przepisami kodeksu spółek handlowych rezerwy te należy wykorzystać w okresie trzech lat i prawdopodobnie ten czynnik determinował realizację strategii wysokich dywidend.

Najbardziej paradoksalny wydaje się być wspomniany już przypadek spółki *Żywiec*: cały wygoszparowany zysk za rok obrotowy 2002 przeznaczono na kapitał rezerwowy (wskaźnik DPR równy zero) i jednocześnie wypłacono dywidendy w kwocie wyższej od wartości zysku netto. Przyczyną tego stanu rzeczy był brak wypłaty dywidendy za 2001 rok.

Wcześniej spółka systematycznie wypłacała dywidendy, aczkolwiek na poziomie znacznie niższym (początkowo 2 zł a następnie 2,5 zł na jedną akcję). Środki zgromadzone na funduszu rezerwowym wykorzystywano w znaczącym

stopniu w kolejnych latach, o czym świadczą stosunkowo niskie wskaźniki DPR. Dopiero w 2005 roku wskaźnik ten był bliski jedności.

Tabela 3. Relacje między zyskiem netto a dywidendą w wybranych spółkach giełdowych.

Spółka/rok		Zysk netto	Dywidendy			DPR	CR
			z zysku netto	razem ^{a/}	na 1 akcję		
		mln zł			zł	3 : 2	2 : 4
1	2	3	4	5	6	7	
Będzin	2001	2.074	-	-	-	0,00	X
	2002	5.579	2.650	4.724	1,50	0,47	1,18
	2003	5.546	310	5.196	1,65	0,06	1,07
	2004	5.539	5.511	5.511	1,75	0,99	1,01
	2005	5.564	1.288	5.511	1,75	0,23	1,01
	2006	5.925	5.600	5.600	1,80	0,95	1,05
Żywiec	2002	79	-	226	20,0	0,00	0,35
	2003	204	114	226	20,0	0,56	0,90
	2004	277	92	340	30,0	0,33	0,81
	2005	324	311	340	30,0	0,96	0,95
Mondi 2002		161	95	240	2,89	0,59	0,67
Mondi 2005		135	134	245	4,90	0,99	0,55
Handlowy 2004		495	414	1.564	11,97	0,84	0,32

a/ dywidenda z podziału zysku za dany rok oraz z kapitałów rezerwowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów spółek.

Zakończenie

Jak zwrócono uwagę, co czwarta spółka giełdowa systematycznie dzieliła się zyskiem z akcjonariuszami, realizuje strategię wypłaty wysokich dywidend. Jest to zbiorowość dość znacząca. Podejmując próbę odpowiedzi na pytanie: Dlaczego spółki wypłacają wysokie dywidendy?, bez wnikania w analizę uzasadnień decyzji podejmowanych na WZA dotyczących podziału zysku, wskazać można na co najmniej trzy uwarunkowania takiego stanu rzeczy. Po pierwsze – stosunkowo dobra i poprawiająca się w okresie objętym analizą kondycja finansowa spółek giełdowych. Spółki przeznaczające dużą część zysku na dywidendy nie wykazywały ujemnego wyniku finansowego a wysoką dynamiką przyrostu zysku charakteryzowały się zwłaszcza banki. Po drugie – kodeks spółek handlowych umożliwia tworzenie funduszu rezerwowego w przeznaczaniu na wypłatę dywidend i jednocześnie zobowiązuje spółki do

wypłatę dywidend i jednocześnie zobowiązuje spółki do wykorzystania zgromadzonych na ten cel środków w okresie trzech lat od dokonania odpisu; spółki są niejako w ten sposób obligowane do wypłaty dywidend. Po trzecie – większość spółek realizujących strategię wysokich dywidend posiada zagranicznego inwestora strategicznego. Inwestorzy ci poprzez wypłatę wysokich dywidend dyskontują wydatki poniesione na przejęcie i restrukturyzację spółki.

Literatura

1. Duraj A., *Czynniki realizacji polityki dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
2. Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
3. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
4. Kuchciak M. T., *Psy WIG-u czyli wszystko o dywidendach*, „Parkiet” 2001, nr 139.
5. Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999.
6. Wypych M., *Wypłata dywidend jako wyznacznik inwestycji w akcje spółek giełdowych* [w:] Pluta W. [red.] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka* „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1109, Wrocław 2006.
7. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

STRESZCZENIE

W ostatnich latach obserwujemy dynamiczny wzrost wartości wypłacanych akcjonariuszom dywidend przez polskie spółki giełdowe. Niektóre spółki na dywidendy przeznaczają niemal cały zysk lub znaczną jego część. Celem artykułu jest identyfikacja strategii wysokich dywidend na przykładzie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rozważania teoretyczne uzupełnione zostały analizą empiryczną. Wskazano konkretne spółki realizujące strategię wysokich dywidend oraz zwrócono uwagę na uwarunkowania wyboru tego rodzaju strategii.

THE STRATEGY OF HIGH DIVIDENDS BASED ON THE EXAMPLE OF COMPANIES LISTED ON THE POLISH STOCK MARKET

SUMMARY

In recent years there has been observed a dynamic growth of dividends paid to shareholders by companies listed on the Polish stock market. Some of them destine almost all the profit or a considerable part of it for the dividends. The aim of the article is the identification of the strategy of high dividends based on the example of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Theoretical analyses have been completed by empirical research. There have been indicated concrete companies carrying out this dividends and reasons why they have chosen this strategy have been considered.

Translated by M. Wypych

Dr hab. Prof. UŁ Mirosław Wypych
Uniwersytet Łódzki
miroslaw.wypych@wp.pl