

MIROSLAW WYPYCH

DYWIDENDY W OKRESIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO (NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK GIEŁDOWYCH)

Wprowadzenie

Z początkiem 2001 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wprowadziła indeks spółek dywidendowych WIGdiv. Oznacza to, że ukształtowała się wystarczająco duża zbiorowość spółek, które regularnie wypłacają dywidendę. Fakt wprowadzenia indeksu spółek dywidendowych w okresie, kiedy polska gospodarka, w tym również przedsiębiorstwa i instytucje finansowe odczuwają jeszcze następstwa globalnego kryzysu, świadczy o tym, że kondycja finansowa spółek notowanych na WGPW jest na tyle dobra, że mogą się dzielić zyskiem z akcjonariuszami. Podstawowym celem artykułu jest wykazanie, w jakim stopniu spowolnienie gospodarcze wpłynęło na decyzje spółek giełdowych dotyczące wypłat dywidend. Decyzje te mają charakter strategiczny, a ich motywy są różnorodne. W warunkach osłabienia koniunktury mogą wystąpić zarówno sytuacje zmuszające spółki do rezygnacji z wypłaty dywidendy z powodu poniesienia straty lub drastycznego spadku zysku, jak i sytuacje zachęcające spółki do przeznaczania na dywidendy całego zysku bądź jego części, w przypadku braku atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. Banki i firmy ubezpieczeniowe muszą ponadto w swych decyzjach dywidendowych uwzględniać ryzyko finansowe. Z powyższych względów podjęto również próbę identyfikacji strategii dywidendowych dla spółek płacących dywidendy regularnie.

Płatności dywidend w spółkach giełdowych w latach 2008–2010

Kryzys na rynkach finansowych, którego pierwsze symptomy zaobserwowano w połowie 2007 roku w Stanach Zjednoczonych, stosunkowo szybko rozprzestrzenił się na rynki finansowe innych państw i co istotniejsze – jego konsekwencje znalazły przełożenie na sferę realną. W następstwie sytuacji kryzysowej, gospodarki wielu krajów odnotowały recesję. Polska odczuwa skutki kryzysu gospodarczego w postaci pogorszenia koniunktury, które określane jest mianem spowolnienia gospodarczego. W świetle danych statystycznych w Polsce nie zaobserwowano spadku PKB, a jedynie przejściowe obniżenie tempa jego wzrostu. Wskaźnik dynamiki PKB rozpatrywany w ujęciu kwartalnym, wynoszący w 2007 roku 106,6%, wyraźnie uległ obniżeniu w 2008 roku, osiągając najniższy poziom

w I kw. 2009 roku (100,7%). W kolejnych kwartałach tego roku dynamika PKB wykazuje tendencję rosnącą: w IV kw. 2009 roku wynosi 103,2%, a więc tyle, co w ostatnim kwartale 2008 roku. W roku 2010 tempo wzrostu PKB jest w miarę stabilne, osiągając w ostatnim kwartale poziom około 4%¹. Jest to jeszcze o ponad 2 punkty procentowe mniej w porównaniu z okresem przed kryzysem. Na tle dynamiki PKB w 2007 roku można zatem uznać lata 2008–2010 za okres spowolnienia gospodarczego.

Tendencje obserwowane w gospodarce znajdują odzwierciedlenie w wynikach finansowych i decyzjach dotyczących podziału zysku w spółkach giełdowych, o czym świadczą dane zawarte w tabeli 1. Odnoszą się one do krajowych spółek notowanych na rynku podstawowym, które w latach 2008–2010 wypłaciły dywidendę. Nie uwzględniono spółek zagranicznych oraz spółek rynku alternatywnego *NewConnect*. Pominięto także spółkę *Giełda Papierów Wartościowych*, która w 2010 roku wypłaciła dywidendę, jednak na giełdzie zadebiutowała dopiero pod koniec 2010 roku.

Tabela 1

Wartość dywidend na tle wyniku finansowego w spółkach giełdowych wypłacających dywidendy w latach 2008–2010

Wyszczególnienie		Lata ^a			2008–2010
		2008	2009	2010	
Liczba spółek płacących dywidendę		95	89	89	142 ^b
Kwota wypłaconych dywidend (mln zł)		12 284	7707	11 547	31 538
Wynik finansowy netto w mln zł	ogółem 142 spółki	27 111	18 866	25 102	71 079
	spółki płacące dywidendę w danym roku	20 402	10 704	22 357	X
Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto w %	ogółem 142 spółki	45,3	40,9	46,0	44,4
	spółki płacące dywidendę w danym roku	60,2	72,0	51,6	X

^a W odniesieniu do wyniku finansowego dane dotyczą roku poprzedniego.

^b Liczba spółek ogółem nie jest równa sumie algebraicznej, ponieważ część spółek wypłacała dywidendę corocznie lub dwukrotnie w objętym analizą okresie.

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Interia.pl – Narzędzia – dywidendy – profile spółek – wyniki finansowe*.

W okresie objętym analizą decyzje o wypłacie dywidendy podjęto w 142 spółkach, przeznaczając na ten cel łącznie ponad 31,5 mld zł (bez uwzględnienia skupu akcji), co w relacji do osiągniętego w latach 2007–2009 wyniku finansowego netto stanowiło 44,4%.

¹ Informacje na podstawie *Wskaźniki makroekonomiczne*, Główny Urząd Statystyczny – Portal Statystyki Publicznej, www.stat.gov.pl.

Corocznie w okresie objętym analizą dywidendę płaciły 43 spółki, dwukrotnie 44 spółki. Pozostałe 55 spółek wypłaciło dywidendę jeden raz.

Najwięcej spółek wypłaciło dywidendę w 2008 roku, a kwota wypłaconych wówczas dywidend należała do najwyższych w historii WGPW (rekordowym pod tym względem był 2007 roku, w którym akcjonariuszom wypłacono 13,4 mld zł). Dywidendy wypłacane w 2008 roku powiązane były z podziałem zysku za 2007 rok, a więc dotyczyły okresu, w którym sytuacja finansowa spółek, podobnie jak całej gospodarki, była jeszcze stosunkowo korzystna. Relacja wartości dywidend wypłaconych w 2008 roku do wyniku finansowego netto osiągniętego w 2007 roku przez ogół objętych analizą spółek wyniosła 45,3%, a do wyniku osiągniętego przez spółki, które płaciły dywidendy (95 spółek) 60,2%.

W roku 2009 odczuwalne są skutki spowolnienia gospodarczego. Liczba spółek wypłacających dywidendę zmniejszyła się do 89, a kwota wypłaconych dywidend w porównaniu z poprzednim rokiem była mniejsza aż o ponad 37%. Obniżyła się więc w stopniu większym niż spadek wyniku finansowego netto, który wyniósł 30%. Znalazło to odzwierciedlenie w relacji wartości dywidend do wyniku finansowego netto z 2008 roku (spadek do poziomu 40,9%). Należy jednak zauważyć, że jeżeli uwzględnimy tylko spółki płacące dywidendy w 2009 roku, to poziom tej relacji wzrósł o 12 punktów procentowych (do 72%).

Poprawie koniunktury gospodarczej w 2010 roku towarzyszy wyraźny wzrost zarówno wyniku finansowego netto, jak i kwoty wypłaconych dywidend. W porównaniu z poprzednim rokiem wynik finansowy jest wyższy o 33%, a wartość dywidend aż o 50%. Z kolei relacja dywidend do wyniku finansowego w spółkach, które wypłaciły dywidendy w 2010 roku wyniosła jedynie 51,6%, co oznacza spadek w stosunku do poprzedniego okresu o około 20 punktów procentowych.

Zaobserwowane tendencje wskazują, że dokonały się dość istotne zmiany zarówno w strukturze spółek wypłacających dywidendę, rozpatrywanej z punktu widzenia wielkości generowanego zysku, jak i proporcjach podziału zysku na część wypłacaną akcjonariuszom w postaci dywidendy oraz na część zatrzymywaną w spółkach. Potwierdzają to dane przedstawione w tabeli 2. Informuje ona o wartości zysku netto i kwotach wypłaconych dywidend z wyodrębnieniem instytucji finansowych (banki i firmy ubezpieczeniowe) i wyszczególnieniem spółek płacących najwyższe dywidendy.

Wyraźnie jest widoczne, że do znaczącego spadku kwoty przeznaczonej do wypłacenia akcjonariuszom w 2009 roku przyczyniły się głównie banki, które tradycyjnie były najważniejszymi płatnikami dywidend. Decyzję o zatrzymaniu zysków podjęła, zgodnie z zaleceniami Komisji Nadzoru Finansowego, większość banków. Wpłynęło to na obniżenie wartości dywidend w porównaniu z poprzednim rokiem o 4 mln zł. Jedynie *PKO BP*, kontrolowany przez skarbu państwa, nie zrezygnował z wypłaty dywidendy, zasilając budżet zarówno należną państwu dywidendą, jak i podatkiem od dywidend zapłaconym przez pozostałych akcjonariuszy.

Tabela 2

Wynik finansowy netto i dywidendy w sektorach niefinansowych i sektorze finansowym oraz wybranych spółkach

Wyszczególnienie	Wynik finansowy netto ^a			Dywidendy		
	2007	2008	2009	2008	2009	2010
Ogółem	20 402	10 704	22 357	12 284	7707	11 547
Spółki niefinansowe, w tym	12 531	7744	12 188	7282	6668	6684
– KGHM	3799	2920	2540	1800	2336	600
– PGNIG	2155	546	666	1121	531	472
– TPSA	841	520	3356	2053	2003	2003
Spółki sektora finansowego, w tym	7871	2960	10 169	5002	1039	4863
– PEKAO	2007	3346	2462	2517	–	761
– PKO BP	2719	2881	2432	1090	1000	2375
– PZU ^b	X	X	3762	X	X	942
Udział w ogółem (%)						
– Spółki niefinansowe	61,4	72,3	54,5	59,3	86,5	57,9
– Spółki finansowe	38,6	27,7	45,5	40,7	13,5	42,1

^a Dotyczy spółek płacących dywidendy.

^b Spółka obecna na giełdzie od 2010 roku.

Źródło: jak przy tabeli 1.

Wartość dywidend w 2009 roku byłaby jeszcze niższa, gdyby zostały zaakceptowane propozycje zarządów innych spółek nadzorowanych przez państwo, m.in. *KGHM*. Skarb państwa, jako wiodący akcjonariusz spółek *PKO PB* i *PZU*, miał znaczący wpływ na wzrost wartości dywidend wypłaconych w 2010 roku. Te dwie spółki wypłaciły łącznie ponad 3,3 mln zł dywidend, co stanowiło 28,7% ogólnej kwoty wypłaconych dywidend.

W analizie wpływu spowolnienia gospodarczego na decyzje dywidendowe nie można pominąć faktu, że szereg spółek, płacących wcześniej dywidendy regularnie, po 2008 roku zaprzestało wypłaty dywidend lub wydatnie ograniczyło jej poziom z powodu poniesienia strat bądź zmniejszenia zysków. Z drugiej strony jest grupa spółek, które zaczęły wypłacać dywidendy. Są wreszcie spółki starające się konsekwentnie realizować przyjętą długofalową politykę dywidend, traktując ją jako element strategii rozwoju.

Spowolnienie gospodarcze a realizacja polityki dywidend

Podział zysku i związana z nim wypłata dywidendy w spółkach akcyjnych są od dawna przedmiotem zainteresowania badaczy. W teorii finansów przedsiębiorstwa ukształto-

wały się trzy tzw. szkoły dywidendowe: prodywidendowa, antydywidendowa i neutralna², jednak żadna z nich nie udziela jednoznacznej odpowiedzi na pytanie: jakie powinny być optymalne proporcje podziału zysku na część wypłacaną akcjonariuszom i część pozostającą w spółce. Problem decyzyjny, związany z wypłatą dywidendy? jest na tyle złożony, że w literaturze przedstawiany jest jako tzw. łamigłówka dywidendowa, akcentuje się rolę trzech sił oddziałujących na politykę dywidend: menedżerów, akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów, których interesy są sprzeczne³.

Kwestia podziału zysku i wypłaty dywidendy w teorii i praktyce powszechnie określana jest mianem polityki dywidend. Polityka dywidend jest wyborem między interesem przedsiębiorstwa i jego potrzebami kapitałowymi a indywidualnymi oczekiwaniami właścicieli i potencjalnych inwestorów⁴. Politykę dywidend można określić jako działalność władz przedsiębiorstwa, mającą na celu wykorzystanie dywidendy jako instrumentu pozwalającego na skuteczne tworzenie i utrwalanie warunków wzrostu wartości przedsiębiorstwa i umacnianiu jego pozycji rynkowej⁵, a konkretniej, jako decyzje rozstrzygające o tym, ile z wygenerowanego przez firmę zysku trzeba wypłacić w postaci dywidendy, a ile zatrzymać w firmie i przeznaczyć na cele rozwojowe⁶.

Przyjęcie przez spółkę, przy akceptacji właścicieli, określonej polityki dywidend oznacza ustalenie stałych zasad wypłat z zysku na rzecz właścicieli. Sprzyja to przewidywalności i stabilności wysokości oczekiwanych przez właścicieli (akcjonariuszy) przyszłych dywidend⁷. O polityce dywidend można zatem mówić w odniesieniu do spółek, które systematycznie dzielą się z akcjonariuszami zyskiem.

Najczęściej w literaturze wymienia się politykę stałej kwoty dywidendy, politykę stałej stopy wypłat dywidendy oraz nadwyżkową (rezydualną) politykę dywidend. Ponadto wskazuje się na politykę docelowej stopy wypłat dywidend oraz jako przypadki skrajne: politykę stuprocentowej stopy wypłat dywidend i politykę zerowej stopy wypłat dywidend⁸. Jeżeli przyjąć, że polityka dywidend powinna być długofalowa, a jej założenia podane do wiadomości akcjonariuszy i konsekwentnie realizowane oraz że dywidenda powinna być wypłacana regularnie, wówczas wymienione wyżej dwa skrajne przypadki można urealnić, określając je mianem „polityki wysokiej stopy wypłat dywidend” i „polityki niskiej stopy wypłat dywidend”. Wyszczególnione strategie polityki dywidend są, niekiedy z pewny-

² Prezentacja nurtów teoretycznych dotyczących wypłat dywidend znajduje się m.in. w: T. Jajuga, T. Słoński: *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej Wrocław 1997, s. 279–305; M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 131–150.

³ J. Socha: *Rynek. Gielda. Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998, s. 299.

⁴ G. Łukasik: *Polityka podwyższania kapitału w spółce akcyjnej – szanse i zagrożenia*, [w:] *Problemy finansów przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, red. J. Ickiewicz, SGH, Warszawa 2004, s. 147.

⁵ A. Duraj: *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki giełdowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 82.

⁶ W. Pluta: *Strategiczne zarządzanie finansami*, Wydawnictwo Ekspert, Wrocław 1996, s. 128.

⁷ A. Dulinić: *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 41.

⁸ Por. np. A. N. Duraj: *op.cit.*, s. 87–103; M. Sierpińska: *op.cit.*, s. 95–107.

mi modyfikacjami, realizowane w praktyce. Jako przykład można podać spółkę *KGHM*, która bardzo dokładnie precyzuje założenia wypłat dywidendy, biorąc za punkt wyjścia poziom wypracowanego zysku netto (m.in. brak dywidendy, gdy zysk netto nie przekroczy 700 mln zł). Z kolei spółka *Asseco Poland* zakłada wypłatę dywidendy w granicach od 10% do 40% zysku netto, w zależności od płynności finansowej i planowanych wydatków inwestycyjnych. Spółka *Agora* od szeregu lat realizuje politykę stałej kwoty dywidendy (50 gr na 1 akcję), podobnie zresztą jak spółki *Instal Kraków* (30 gr) czy *TPSA* (1,50 zł).

Deklarując chęć regularnego dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami, spółki w założeniach polityki dywidendowej wskazują jednocześnie na związek wypłaty dywidendy z wynikami finansowymi i planowanymi wydatkami inwestycyjnymi. Oznacza to, że zasadnicza zmiana warunków funkcjonowania spółki może stanowić podstawę do zmiany polityki dywidendy, a nawet do przejściowego wstrzymania jej wypłaty. Niewątpliwie z przypadkami takimi mamy do czynienia w okresie spowolnienia gospodarczego.

Aby ocenić wpływ spowolnienia na politykę dywidend, analizie poddano spółki, które w latach 2008–2010 co najmniej dwukrotnie wypłaciły dywidendy. Spółek takich było 87, w tym 4 banki i jedna instytucja ubezpieczeniowa. We wszystkich trzech latach dywidendę wypłaciły 43 spółki, 19 spółek podjęło wypłatę dywidendy w 2008 roku (w większości były to spółki debiutujące na giełdzie w latach 2006–2008), 11 spółek nie wypłaciło dywidendy w 2009 roku (w tym 3 banki), 14 spółek zrezygnowało z wypłaty dywidendy w 2010 roku (w tym firma ubezpieczeniowa). W tabeli przedstawiono informacje o kwotach wypłaconych dywidend na tle wyniku finansowego netto dla spółek objętych analizą, z podziałem na spółki niefinansowe oraz spółki finansowe.

Tendencje zmian w poziomie wyników finansowych i dywidend są zbliżone do tendencji zaobserwowanych uprzednio przy analizie wszystkich spółek płacących dywidendy. Warto jednak zwrócić uwagę, że spółki płacące dywidendę regularnie w mniejszym stopniu odczuły skutki spowolnienia w porównaniu z ogółem spółek, które wypłaciły dywidendy w latach 2008–2010. Świadczą o tym następujące fakty:

- Liczba spółek płacących dywidendę regularnie w 2009 roku zwiększyła się w porównaniu z 2008 rokiem, gdy tymczasem w odniesieniu do ogółu spółek uległa zmniejszeniu.
- Udział spółek płacących dywidendy regularnie (87 spółek) w wartości dywidend ogółem wypłaconych przez wszystkie 142 spółki jest wyraźnie wyższy od ich udziału w wartości wyniku finansowego ogółem. W roku 2008 udziały te wynosiły odpowiednio: 87,4 i 57,6%, w 2009 roku analogicznie: 98,3 i 55,6%, a w 2010 roku odpowiednio: 78,4 i 65,8%.
- Relacja wartości dywidend wypłaconych w latach 2008–2010, w spółkach płacących je regularnie do osiągniętego przez te spółki wyniku finansowego netto w latach 2007–2009 wyniosła 56,4%, a więc była wyższa od analogicznej relacji obliczonej dla ogółu spółek (44,4%).

Tabela 3

Dywidenda na tle wyniku finansowego netto w spółkach płacących dywidendy regularnie w latach 2008–2010

Wyszczególnienie	2008	2009	2010
Liczba spółek płacących dywidendę (w nawiasie instytucje finansowe)	64 (5)	71 (2)	72 (4)
Dywidenda (mln zł)			
– Spółki niefinansowe	6.257	6.536	5.132
– Spółki finansowe	4.504	1.039	3.921
Wynik finansowy netto ^a – spółki płacące dywidendę w danym roku (mln zł)			
– Spółki niefinansowe	9.239	7.521	10.111
– Spółki finansowe	6.417	2.960	6.406
Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto – spółki płacące dywidendę w danym roku (%)			
– Spółki niefinansowe	67,7	86,9	50,8
– Spółki finansowe	70,2	35,1	61,2
Wynik finansowy netto ^a – wszystkie 87 spółek objętych analizą (mln zł)			
– Spółki niefinansowe	10.010	7.618	10.262
– Spółki finansowe	6.417	7.761	6.481

^a W roku poprzedzającym wypłatę dywidendy.

Źródło: jak przy tabeli 1.

Ocena wpływu spowolnienia na zmiany polityki dywidend została przeprowadzona na podstawie analizy kształtowania się poziomu kwoty dywidendy na 1 akcję oraz stopy wypłat dywidendy w poszczególnych spółkach w latach 2008–2010. Stopa wypłat dywidendy interpretowana jest w tym przypadku jako relacja dywidendy do wyniku finansowego netto. Coraz częściej spółki wypłacają dywidendę z zysków zatrzymanych, zdarzają się także przypadki wypłaty dywidendy w sytuacji poniesienia straty. Z tego względu stopa wypłat dywidendy, rozumiana jako udział dywidendy w zysku netto, staje się jedynie kategorią teoretyczną i w praktyce jej wykorzystanie jest ograniczone. Analiza wypłat dywidend przy uwzględnieniu obu kryteriów pozwoliła wyodrębnić następujące grupy spółek:

- spółki, które niezależnie od osiągniętych wyników finansowych nie zmieniły polityki dywidend ukierunkowanej na utrzymywanie stabilnego poziomu kwoty dywidendy lub stopy wypłat dywidendy (Będzin, Dekora, Domdev, Drop, Efekt, Elbudowa, Eurocash, Instal Kraków, Kogenera, Kruszwica, Radpol, Śnieżka, Stalprodukt, TPSA, Wawel),
- spółki, które nie wypłaciły dywidendy w 2009 roku, jednak nie zmieniły polityki dywidendowej ukierunkowanej na utrzymywanie stabilnego poziomu kwoty dywidendy lub stopy wypłat dywidendy (Agora, Ambra, BZ WBK, DGA, Kęty, Zelmer),

- spółki prowadzące rezydualną politykę dywidend, które w latach 2008–2010 nie zrezygnowały z jej wypłaty (Action, Apator, Aqua, Asseco Poland, ATM Grupa, Bakalland, Cyfrowy Polsat, Dębica, Elektrotim, Emperia, Eurotel, Hardex, Hydrotor, KGHM, Kreditin, McLogic, Mostostal Plock, Neuca, Northcoast, OZC, PGNiG, PKO BP, Polimex Export, Qumasek, Stalprofil, TVN, Wandalex, Żywiec),
- spółki prowadzące rezydualną politykę dywidend, które w 2009 roku nie wypłaciły dywidendy (Handlowy, Oponeo, PEKAO, Sanok, Teresa),
- spółki, które w 2009 roku podjęły wypłatę dywidend, przeznaczając na ten cel znaczącą część zysku i ewentualnie zyski zatrzymane (Asseco BS, Budimex, Centklima, ENEA, Forte, Impel, Introl, Kofola, Novita, Procard, Puławy, Rafako, Remak, Tell, Wodkan) bądź zapoczątkowały realizację polityki ukierunkowanej na utrzymywanie stabilnego poziomu kwoty dywidendy lub stopy wypłat dywidendy (Rafamet, TUP, Unibep, Unima),
- spółki, które nie dokonały wypłaty dywidendy w 2010 roku, mimo że wygenerowały wystarczająco wysokie zyski (Energopol Pld, IVMX, Mennica, Nepentes, TU Europa),
- spółki, które nie wypłaciły dywidendy w 2010 roku z powodu poniesienia straty lub znaczącego obniżenia poziomu zysku (Betacom, MOJ, Pekeas, Prochem, Projprzem, Stąporków, Talex, Wasko, Wielton).

Najliczniejsza jest grupa spółek prowadzących rezydualną politykę dywidend, a więc najbardziej elastyczną, dostosowaną do zmieniających się zewnętrznych warunków funkcjonowania. Są wśród nich spółki przeznaczające na dywidendę niemal cały zysk lub wypłacających dywidendę z zysków zatrzymanych (*ATM Grupa, Elektrotim, Emperia, Hardex, Żywiec*). Stosunkowo liczna jest także grupa spółek konsekwentnie realizująca politykę ukierunkowaną na utrzymanie stabilnego poziomu dywidendy lub stabilnego poziomu stopy wypłat dywidendy. Na przykład *Decora* w 2009 roku wypłaciła dywidendę mimo poniesienia straty w 2008 roku, a w spółce *TPSA* w latach 2008 i 2009 dywidenda była kilkakrotnie wyższa w porównaniu z zyskiem netto. Na uwagę zasługuje grupa spółek, które w 2009 roku podjęły wypłatę dywidend, przeznaczając na ten cel znaczącą część zysku i zyski zatrzymane w latach poprzednich (w spółce *Budimex* w 2009 r. dywidendy były trzykrotnie wyższe od zysku osiągniętego w 2008 r., spółka *Kofola* w 2009 r. na dywidendy przeznaczyła niemal cały zysk wypracowany w 2008 r., a dywidendy wypłacone w 2010 r. były o ponad połowę wyższe od zysku za 2009 r.) Spośród 14 spółek, które nie wypłaciły dywidendy w 2010 roku, dziewięć uczyniło to z powodu pogorszenia wyników finansowych, w tym cztery spółki odnotowały straty.

Wyniki analizy wskazują, że spowolnienie gospodarcze „wymusiło” na niektórych spółkach podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy bądź o wzroście jej poziomu w relacji do osiągniętych wyników finansowych. Są także spółki, które z powodu osłabienia koniunktury i pogorszenia wyników finansowych nie wypłaciły dywidendy w 2009 roku lub w 2010 roku. W specyficznej sytuacji znalazły się banki, które (z wyjątkiem kontrolowanego przez

skarbu państwa PKO BP) zobligowane zostały przez KNF do zatrzymania zysków w 2009 roku, a do płacenia dywidend w 2010 roku.

W uzupełnieniu dodajmy, że spowolnienie gospodarcze miało wpływ na skalę „uszczerbienia” kapitału własnego spółek. Wyrażona w procentach relacja dywidend do kapitału własnego spółek, które wypłaciły dywidendy, zmniejszyła się z 9,8% w 2008 roku do 8,7% w 2009 r. i do 7,0% w 2010 r. W spółkach płacących dywidendy regularnie wielkości te przedstawiały się odpowiednio: 11,6%, 8,9% oraz 7,2%. Można zatem sądzić, że decyzje o wypłacie dywidend były „przemysłane”, nie zmniejszyły potencjału kapitałowego spółek, decydującego o sile dochodowej spółek w przyszłości.

Jak wspomniano na wstępie, z dniem 1 stycznia 2011 r. wprowadzono indeks spółek dywidendowych WIGdiv. Obejmuje on 30 spółek z indeksów WIG20, WIG40 i WIG80. W skład indeksu wchodzi spółki, które regularnie wypłacają dywidendy (co najmniej trzy razy w ostatnich pięciu latach), są wśród nich dwie spółki zagraniczne *CEZ* oraz *Asseco Slovakia*. Jako kryterium selekcji spółek przyjęto stopę dywidendy⁹.

Na podstawie relacji dywidendy do wyniku finansowego netto można sądzić, że dobór spółek do indeksu WIGdiv nie powinien budzić wątpliwości. Porównano mianowicie spółki tworzące index WIGdiv (z pominięciem spółek zagranicznych) ze spółkami, które zostały objęte analizą w niniejszym opracowaniu. Bazując na informacjach dotyczących wypłaty dywidend w 2010 roku i wyniku finansowego za 2009 rok ustalono, że poziom tej relacji dla spółek tworzących indeks WIGdiv wynosi 60,1%, a więc jest wyższy zarówno od poziomu tej relacji dla wszystkich krajowych spółek, które wypłaciły dywidendę (51,6%), jak i dla spółek, które płacą dywidendę regularnie (54,7%). Udział spółek z indeksu WIGdiv w wartości dywidend spółek wypłacających je regularnie wynosi 93,1%, a w wyniku finansowym netto tych spółek – 84,7%.

Podsumowanie

Na przykładzie spółek giełdowych wykazano istnienie współzależności między stanem gospodarki a finansową kondycją przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Spowolnieniu tempa wzrostu polskiej gospodarki, w następstwie globalnego kryzysu finansowego, towarzyszy z jednej strony pogorszenie wyników finansowych spółek, drugiej zaś zniechęcenie spółek do podejmowania inwestycji. Sytuacja ta rzutuje na strategiczne decyzje finansowe spółek, w szczególności na decyzje dotyczące podziału zysku i wypłaty dywidendy. Jak wykazała analiza, spółki prowadzące długofalową politykę dywidend i starające się regularnie dzielić zyskiem z akcjonariuszami w większości przypadków w latach 2008–2010 nie zaprzestały wypłaty dywidend, wręcz przeciwnie, szereg spółek zaczęło systematycznie wypłacać dywidendy. Regularne płacenie dywidend przez spółki notowane na WGPW stanowiło przesłankę do wprowadzenia kolejnego indeksu giełdowego: WIGdiv,

⁹ C. Adamczyk, G. Siemionczyk: *Nowy indeks wskaże spółki dzielące się zyskiem*, „Parkiet” 2011, nr 1, s. 3.

który może się okazać przydatnym narzędziem w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku giełdowym.

Literatura

- Adamczyk C., Siemionczyk G.: *Nowy indeks wskaże spółki dzielące się zyskiem*, „Parkiet” 2011, nr 1.
- Duliniec A.: *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Duraj A.: *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki giełdowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Jajuga T., Słoński T.: *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1997.
- Łukasik G.: *Polityka podwyższania kapitału w spółce akcyjnej – szanse i zagrożenia*, [w:] *Problemy finansów przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, red. J. Ickiewicz, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2004.
- Pluta W.: *Strategiczne zarządzanie finansami*, Ekspert, Wrocław 1996.
- Sierpińska M.: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Socha J.: *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998.

dr hab. Miroslaw Wypych
Spoleczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi

Streszczenie

Celem artykułu jest wykazanie, w jakim stopniu spowolnienie gospodarcze wpłynęło na decyzje spółek giełdowych, dotyczące wypłat dywidend. Analizie poddano spółki, które w latach 2008–2010 wypłaciły dywidendy. Wyniki analizy wykazały, że spowolnienie gospodarcze w większości spółek płacących dywidendy regularnie, nie miało istotnego wpływu na zmianę polityki dywidend.

DIVIDEND DURING THE ECONOMIC SLOWDOWN (ON THE EXAMPLE OF THE COMPANIES STOCK EXCHANGE)

Summary

This article aims to demonstrate the extent to which the economic downturn affected the decisions of companies listed on the payment of dividends. We analyzed the company, which in the years 2008–2010 paid dividends. Results of analysis showed that the economic slowdown in the majority of companies paying dividends on a regular basis, had no significant effect on the change in dividend policy.