

Elżbieta Maria Wrońska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

PODZIAŁ WYNIKU FINANSOWEGO – DOCHÓD STAWIANY DO DYSPOZYCJI WŁAŚCICIELI A DOCHÓD NALEŻNY WŁAŚCICIELOM

1. Wstęp

Dywidenda jest ceną, jaką spółka płaci inwestorowi za to, że kupił wyemitowane przez nią akcje i ponosi ryzyko [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 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 dokonywaną przez przedsiębiorstwo formą dystrybucji środków na rzecz właścicieli. Wypłata dywidendy oznacza uszczuplenie środków pieniężnych oraz kapitałów własnych przeznaczanych na rozwój.

2. Wybrane uwarunkowania podziału wyniku finansowego

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 niepodzielone zyski z lat ubiegłych [Ustawa z dnia 15 września..., art. 192, 348].

Do innych 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, potrzebę utrzymania kontroli nad spółką [Sierpińska 1999, s. 119].

O możliwości wypłaty dywidendy w większym stopniu decyduje dysponowanie wolnymi środkami pieniężnymi dla akcjonariuszy (FCFE – *free cash flow to equity*) niż wielkość zysku netto. Zysk netto jest tylko podstawą ustalenia wysokości płatności na rzecz akcjonariuszy, natomiast źródłem finansowania wypłat są środki pieniężne znajdujące się w firmie, wygenerowane z ogółu działalności.

W praktyce może pojawić się więc sytuacja, gdy wielkość deklarowanej do wypłaty dywidendy różni się od wartości wypracowanych przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie (FCFE) [Zarzecki 1999, s. 114]. W przypadku, gdy wartość przepływów pieniężnych jest niższa, spółka może wykazać potrzebę pozyskania z zewnątrz dodatkowych kapitałów w celu sfinansowania wypłaty dywidendy.

Gdy wartość przepływów pieniężnych jest wyższa niż wartość dywidendy pojawia się możliwość wykorzystania nadwyżek środków pieniężnych w sposób przyczyniający się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a w efekcie do wzrostu wartości udziału. Spółka może rozpatrywać następujące możliwości rozdysponowania nadwyżki środków pieniężnych ponad wartość dywidendy [Gajdka, Walińska 1998, s. 276]: umorzenie akcji lub podjęcie realizacji dodatkowych projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwo.

3. Zysk netto a środki pieniężne stawiane do dyspozycji właścicieli

Jak już wspomniano, podstawą dokonywania wypłat gotówkowych dla akcjonariuszy są przepływy pieniężne dla akcjonariuszy ustalone przy wykorzystaniu koncepcji przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (FCFE – *free cash flow to equity*) [Jensen 1986].

FCFE są to przepływy pieniężne dla akcjonariuszy wypracowane przez przedsiębiorstwo z ogółu działalności, które są ustalane w sposób następujący [Zarzecki 1999, s. 113]:

$$\text{FCFE} = \text{zysk netto} + \text{amortyzacja} - \text{nakłady w kapitał obrotowy netto} - \text{nakłady w majątek trwały} + \text{zaciągnięcie} / - \text{spłata kapitałów obcych}$$

FCFE różni się od zysku netto nakładami w kapitał obrotowy netto i nakładami w majątek trwały ponad wartość amortyzacji oraz płatnościami z tytułu zadłużenia odsetkowego. Z tego wynika, że występują istotne różnice pomiędzy kwotą stawianą do dyspozycji właścicieli (zyskiem netto) a wartością środków pieniężnych należnych właścicielom (FCFE).

Nie można jednoznacznie określić, która z tych wielkości jest większa. Może wystąpić sytuacja, gdy wartość zysku netto jest większa od kwoty FCFE. Ma to miejsce wówczas, gdy wartość nakładów inwestycyjnych w majątek trwały i obrotowy jest większa od amortyzacji i przedsiębiorstwo w analizowanym okresie spłacało kapitały obce. Możliwe jest wystąpienie sytuacji, gdy przy dodatnim zysku netto spółka osiąga ujemne przepływy dla akcjonariuszy.

Może też wystąpić sytuacja, gdy wielkość zysku netto jest mniejsza od kwoty FCFE. Może to mieć miejsce, gdy wartość nakładów inwestycyjnych w majątek

trwały i obrotowy jest mniejsza od amortyzacji, a przedsiębiorstwo zaciągało kapitały obce lub z tych kapitałów w ogóle nie korzystało. W skrajnym przypadku może wystąpić nawet sytuacja, gdy podmiot gospodarczy zamknął rok stratą netto, a mimo to wygenerował dodatnie przepływy pieniężne dla akcjonariuszy.

4. Wyniki badań empirycznych

Stwierdzona różnica między kwotą stawianą do dyspozycji akcjonariuszom a kwotą należną akcjonariuszom spowodowała, że z praktycznego i teoretycznego punktu widzenia ważne jest przeprowadzenie badań empirycznych mających na celu analizę wypłat gotówkowych na rzecz właścicieli (dywidend) w relacji do wartości zysku netto oraz do strumieni pieniężnych należnych akcjonariuszom.

Badaniami objęto 16 podmiotów, w tym 7 losowo wybranych spółek z udziałem pracowników (podmiotów powstałych w związku z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych w trybie leasingu pracowniczego) działających na terenie województwa lubelskiego. Badaniami objęto także 9 losowo wybranych spółek branży chemicznej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ramy czasowe badań objęły lata 2002-2005. Przedmiotem analiz było:

- określenie nadwyżki finansowej mierzonej wolnymi przepływami pieniężnymi dla akcjonariuszy (FCFE) oraz zyskiem netto,
- porównanie poziomu FCFE (kwot środków pieniężnych należnych akcjonariuszom) z kwotą zysku netto (kwotą stawianą do dyspozycji akcjonariuszy),
- określenie poziomu dywidendy i jej związku z zyskiem netto oraz FCFE.

Przeprowadzone badania i ich wyniki pozwolą określić zachowania przedsiębiorstw w zakresie oddziaływania podmiotów na poziom zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału oraz na relacje z inwestorami.

4.1. Dywidenda w wybranych spółkach pracowniczych z terenu województwa lubelskiego

Badania dotyczą spółek z udziałem pracowników (podmiotów powstałych w związku z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych w trybie tzw. leasingu pracowniczego) działających na terenie województwa lubelskiego. Przyjęcie za podmiot badań tej grupy podmiotów wynika z przekonania autorki, że funkcjonowanie spółek pracowniczych wykazuje istotne różnice jakościowe w porównaniu z pozostałymi podmiotami gospodarczymi¹.

¹ Ta metoda prywatyzacji związana jest z szeregiem udogodnień zapewnionych przez ustawodawcę. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć: pominięcie trybu publicznego wyłonienia inwestora, niezbyt wygórowane wymogi dotyczące wysokości kapitału podstawowego spółki z udziałem pracowników, długi termin spłaty wartości przedsiębiorstwa (maksymalnie do 15 lat), możliwość przejęcia przedsiębiorstwa na własność przed całkowitą spłatą zobowiązań, a spółki powstałe do 2004 r. mogą korzystać z udogodnień w zakresie ustalania opłat za korzystanie z przedsiębiorstwa.

Spółki z udziałem pracowników mogą być traktowane jako realizacja koncepcji samorządności pracowniczej. Prywatyzacja pracownicza jest traktowana jako nie-ekonomiczna, gdyż pracownicy dążyć mogą do „przejadania” majątku [Jarosz 1999, s. 17]. Wykazywano obawy, że w spółkach pracowniczych pojawią się pewne niekorzystne tendencje, w tym m.in. nadmierne preferencje na rzecz bieżącej konsumpcji ze szkodą dla działań mających zapewnić długookresową efektywność [Krajewski 1999, s. 85].

W tabeli 1 zawarte zostały podstawowe informacje dotyczące badanych spółek z udziałem pracowników. Do badań dobrano w sposób losowy 7 podmiotów reprezentujących następujące branże: handlową, usługową i produkcyjną. Informacje dotyczące prezentowanych w tabeli wielkości odnoszą się do średnich arytmetycznych.

Tabela 1. Zestawienie kategorii zysku netto, przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy oraz dywidendy dla badanych spółek pracowniczych w okresie 2002-2005 w tys. zł

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005
Zysk netto	245,2	667,8	484,1	201,6
Amortyzacja	260,5	320,1	641,1	546,9
Nakłady w majątek trwały	b.d.	885,4	562,8	701,5
Nakłady w kapitał obrotowy netto	b.d.	5,1	194,3	322,0
Splata zadłużenia	b.d.	121,7	437,4	-233,5
FCFE	b.d.	-24,2	-69,2	-41,5
Dywidendy	0,0	1,4	0,0	0,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Badane spółki pracownicze co roku generowały dodatnie wielkości zysku netto. Chociaż poziom zysku netto ulegał pewnym wahaniom, to w relacji do wartości kapitałów podstawowych stanowił od 34% w 2005 r. do 113% w 2003 r. kapitałów podstawowych.

Ujemne wielkości strumieni pieniężnych dla akcjonariuszy wynikały głównie z faktu ponoszonych wydatków w związku z koniecznością spłaty zadłużenia (dotyczy płatności na rzecz skarbu państwa za przejęte przedsiębiorstwo). Ma to szczególne znaczenie w latach 2003 i 2004. W latach 2003 i 2005 duże znaczenie w generowaniu ujemnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy miały też wydatki inwestycyjne w majątek trwały istotnie przekraczające wartość amortyzacji. W 2005 r. w dużym stopniu zwiększyły się środki przedsiębiorstwa zaangażowane w kapitał obrotowy netto.

Badane spółki pracownicze w zasadzie w żadnym z analizowanym lat nie wypłacały dywidend na rzecz właścicieli z jednym wyjątkiem. W badanym okresie tylko jedna spółka w jednym roku wypłaciła dywidendę. Spółka ta jako jedno z dwóch badanych przedsiębiorstw generowała w całym analizowanym okresie dodatnie FCFE. W roku, w którym wypłaciła dywidendę, wartość FCFE stanowiła 10-krotność zysku netto (zysk netto kształtował się na poziomie 17,3 tys. zł), a wartość dywidendy (10,0 tys. zł) stanowiła 58% zysku netto. Dodatnie środki pieniężne dla

akcjonariuszy w tej spółce pochodziły z nadwyżkowej amortyzacji ponad wartość nakładów inwestycyjnych w majątek trwały oraz z wycofania środków zaangażowanych w kapitał obrotowy netto (ujemny przyrost kapitału obrotowego netto).

Z analiz wynika, że badane spółki z udziałem pracowników w decyzjach dotyczących podziału zysku i wypłat gotówkowych na rzecz akcjonariuszy uwzględniają w pierwszej kolejności potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstwa oraz konieczność spłaty zadłużenia. Oznaczać to może, że przypuszczenie o dążeniu właścicieli tych podmiotów do „przejadania” majątku i dochodów jest nieuzasadnione.

4.2. Dywidenda w wybranych spółkach branży chemicznej notowanych publicznie

Badaniami objęto także spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wydaje się, że podmioty publicznie notowane nastawione są na zaspokajanie oczekiwań inwestorów związanych z osiąganiem wysokiej stopy zwrotu z inwestycji w akcje danych spółek. Oczekiwania inwestorów powodują, że spółki ukierunkowują swoje działania na tworzenie bogactwa akcjonariuszy. Zależy ono od dochodów gotówkowych (dywidend) oraz wzrostu wartości majątku (akcji).

W tabeli 2 zawarte zostały podstawowe informacje dotyczące badanych spółek z udziałem pracowników. Do badań dobrano w sposób losowy 9 podmiotów reprezentujących branżę chemiczną zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Informacje dotyczące prezentowanych w tabeli wielkości odnoszą się do średnich arytmetycznych.

Tabela 2. Zestawienie kategorii zysku netto, przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy oraz dywidendy dla badanych publicznych spółek branży chemicznej w okresie 2002-2005 (w tys. zł)

Średnie arytmetyczne	2002	2003	2004	2005
Zysk netto (w tys. zł)	57 365,78	122 167,89	271 328,44	293 938,33
Amortyzacja (w tys. zł)	104 282,89	100 034,78	97 559,89	113 808,00
Nakłady w aktywa trwałe (w tys. zł)	-106 556,67	192 872,22	113 676,11	531 679,67
Nakłady w kapitał obrotowy netto (w tys. zł)	100 370,00	-20 193,11	168 742,78	-76 539,33
Zmniejszenie zadłużenia odsetkowego (w tys. zł)	-40 355,11	66 639,11	86 191,00	-46 749,33
FCFE (w tys. zł)	208 190,44	-17 115,56	278,44	-644,67
Dywidenda (w tys. zł)	8 289,45	14 494,80	46 376,82	113 609,03
Zysk netto przypadający na jedną akcję – EPS (w zł)	1,11	2,36	4,20	4,73
Przepływy pieniężne dla akcjonariuszy przypadające na jedną akcję – FCFE/S (w zł)	4,02	-0,33	0,00	-0,01
Dywidenda na jedną akcję – DPS (w zł)	0,16	0,28	0,72	1,83

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Z danych zawartych w tab. 2 wynika, że również spółki publiczne generowały dodatnie zyski netto. W zmianie poziomu wyników finansowych widoczna jest wyraźna tendencja wzrostowa. W analizowanym okresie 2002-2005 wartość zy-

sków netto wzrosła przeszło pięciokrotnie. Zyskowość netto kapitałów podstawowych kształtowała się w granicach od 72% w 2002 r. do 361% w 2005 r.

Również i dla tej grupy podmiotów wartość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy była ujemna w latach 2003 i 2005. Poziom dodatniej wartości FCFE w 2004 r. był nieznaczny i stanowił 0,1% zysku netto wypracowanego w tym roku. Ujemny poziom FCFE w latach 2003 i 2005 wynikał głównie ze znacznych nakładów inwestycyjnych w majątek trwały (w 2005 r. stanowiły one 5-krotność odpisów amortyzacyjnych), pomimo odzyskiwania kwot zaangażowanych w kapitał obrotowy netto. Również niski dodatni poziom FCFE w 2004 r. był efektem ponoszonych nakładów inwestycyjnych w majątek trwały oraz znacznych nakładów w kapitał obrotowy netto.

Wyjątkiem pod względem poziomu FCFE był rok 2002. Dodatnia wartość FCFE w 2002 r. była niemalże 4-krotnie wyższa od zysku netto. Tak wysoki dodatni poziom FCFE wynikał głównie z nadwyżki wpływów ze sprzedaży majątku trwałego nad wydatkami inwestycyjnymi (ujemne nakłady w majątek trwały) oraz z zaciągniętego dodatkowego zadłużenia.

Badane podmioty publiczne co roku decydowały się na wypłatę dywidend. Przeciętna wartość kwot przeznaczonych na wypłatę dywidendy ulegała systematycznemu zwiększeniu, i tak wartość dywidend wypłaconych w 2005 r. stanowiła 14-krotność środków wypłaconych akcjonariuszom w 2002 r.

Dywidendy stanowiły coraz większy odsetek zysku netto: w 2002 r. było to 14,45%, w 2004 r. – już 17,09%, a w 2005 r. – 38,65%. Rosnący udział dywidendy w zysku netto wynikał z tempa przyrostu kwot przeznaczanych na wypłatę dywidendy szybszego niż tempo przyrostu zysków netto.

Jednocześnie podkreślić należy, że w latach 2003-2005 badane spółki nie wypracowały nadwyżki finansowej dla akcjonariuszy (FCFE) uzasadniającej wypłatę dywidend. Biorąc jednak pod uwagę wartość FCFE z 2002 r., można stwierdzić, że kwota ta była wielkością wystarczającą nie tylko na wypłatę dywidend w roku 2002, ale także mogła stanowić wystarczające źródło finansowania wypłaty dywidend w latach 2003-2005.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że spółki publiczne w decyzjach w większym stopniu uwzględniają potrzebę wypłaty dywidend jako elementu kształtującego dochód akcjonariuszy niż wypracowane środki pieniężne. Fakt wypłacania dywidend oraz zwiększania ich poziomu w tempie wyższym niż tempo przyrostu zysków, pomimo braku wypracowanych w danym roku środków pieniężnych dla akcjonariuszy, oznaczać może, że dla spółek publicznych ważne jest zapewnienie stałego bieżącego dochodu akcjonariuszom. Takie zachowanie może też świadczyć o wykorzystywaniu polityki dywidend jako instrumentu przyciągania i zatrzymywania potencjalnych inwestorów.

5. Podsumowanie

Dywidenda, będąc elementem dochodu akcjonariusza, jest jednocześnie dla spółki kosztem korzystania z kapitału akcjonariuszy. Dywidenda jest formą dystrybucji środ-

ków na rzecz właścicieli dokonywaną przez przedsiębiorstwo. Jednocześnie wypłata dywidendy wpływa na zmniejszenie zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa.

Podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku netto. O możliwości wypłaty dywidendy w większym stopniu decyduje dysponowanie wolnymi środkami pieniężnymi dla akcjonariuszy (FCFE – *free cash flow to equity*) niż wielkość zysku netto. Zysk netto jest tylko podstawą ustalenia wysokości płatności na rzecz akcjonariuszy, natomiast źródłem finansowania wypłat są środki pieniężne znajdujące się w firmie wygenerowane z ogółu działalności.

FCFE są to przepływy pieniężne dla akcjonariuszy wypracowane przez przedsiębiorstwo z ogółu działalności. FCFE od zysku netto różni się nakładami w kapitał obrotowy netto i nakładami w majątek trwały ponad wartość amortyzacji oraz płatnościami z tytułu zadłużenia odsetkowego. Nie da się jednoznacznie określić, która z tych wielkości jest większa.

Stwierdzona różnica między kategorią stawianą do dyspozycji akcjonariuszom a kategorią należną akcjonariuszom spowodowała, że z praktycznego i teoretycznego punktu widzenia ważne jest przeprowadzenie badań empirycznych mających na celu analizę wypłat gotówkowych na rzecz właścicieli (dywidend) w relacji do wartości zysku netto oraz strumieni pieniężnych należnych akcjonariuszom.

Badaniami objęto 16 podmiotów, w tym 7 losowo wybranych spółek z udziałem pracowników działających na terenie województwa lubelskiego. Badaniami objęto także 9 losowo wybranych spółek branży chemicznej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wyniki przeprowadzonych badań pozwalają stwierdzić, że badane spółki pracownicze w większym stopniu uwzględniają wypracowane FCFE w procesie określania poziomu dywidend niż publiczne spółki branży chemicznej. O ile badane spółki pracownicze w stosunku do oczekiwań wykazują dużą racjonalność i nastawienie na rozwój, o tyle badane spółki publiczne w większym stopniu uwzględniają oczekiwania właścicieli co do traktowania dywidendy jako istotnego elementu maksymalizującego ich majątek.

Literatura

- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidend przez publiczne spółki akcyjne*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe*, t. 2, FRRWP, Warszawa 1998.
- Jarosław M., *Prywatyzacja bezpośrednia w Polsce*, [w:] *Rola prywatyzacji bezpośredniej w procesie transformacji własnościowej polskiej gospodarki*, materiały z konferencji zorganizowanej przez Komisję Ustawodawczą oraz Komisję Gospodarki Narodowej, Dział Wydawniczy Kancelarii Senatu, Warszawa, październik 1999.
- Jensen M.C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review” May 1986, vol. 76, no 2.
- Krajewski S., *Efektywność prywatyzacji bezpośredniej na podstawie wyników badań 200 polskich przedsiębiorstw*, [w:] *Rola prywatyzacji bezpośredniej w procesie transformacji własnościowej polskiej gospodarki*, materiały z konferencji zorganizowanej przez Komisję Ustawodawczą oraz Komisję Gospodarki Narodowej, Dział Wydawniczy Kancelarii Senatu, Warszawa, październik 1999.

Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999.
Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).
Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999.

THE SOURCE OF THE DIVIDEND – NET PROFIT VERSUS FREE CASH FLOW TO EQUITY

Summary

The article refers to dividends. A dividend is money paid by a company to its shareholders. This means that it is an income for shareholder and at the same time it is a cost for the company. The dividend is a form of distributing firm's cash. The basis of counting dividends is the company's earnings (net profit) but the source of paying out is free cash flow to equity. It is possible that dividends can be higher or lower than cash flow.

The purpose of this research is to examine the relation among dividends, net profit and cash flow. The research was carried out among 7 employee owned companies and among 9 public limited companies. The outcome of this research shows that both groups of the firms do not have money (free cash flow to equity) to pay out dividends. However, employee-owned companies do not pay dividends, while public firms pay dividends.