

*Agnieszka Natasza Duraj*

# Próba uogólnienia badań empirycznych nad czynnikami realizacji polityki wypłat dywidendy przez giełdowe spółki akcyjne (I)

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych weryfikacji hipotez badawczych dotyczących czynników realizacji polityki wypłat dywidendy przez spółki akcyjne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Problem analizy czynników wypłat dywidendy należy do kwestii zasadniczych ze względu na metodologiczne wymagania odnoszące się do poprawności, obiektywności i reprezentatywności badań empirycznych. Spełnienie tych warunków nie jest kwestią łatwą, chociaż konieczną. Z tego względu badaniami objęto wszystkie spółki giełdowe działające na rynku podstawowym w okresie od 1991 do 1999 r. i sformułowano dwanaście hipotez badawczych, które zostały poddane weryfikacji za pomocą analizy korelacji.

Realizacja polityki wypłat dywidendy jest konsekwencją jej uchwalenia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Stanowi ona rezultat oddziaływania wielu odmiennych czynników, spośród których dotychczasowe osiągnięcia przedsiębiorstwa winny posiadać istotny wpływ. Wypłata dywidendy jest bowiem tym działaniem spółki, które prowadzi do zmniejszenia wartości kapitału samofinansowania przedsiębiorstwa i wynika z przyjętej strategii wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Strategia ta winna opierać się na trwałym wzroście efektywności działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, zachowaniu płynności finansowej i efektywnym kształtowaniu struktury kapitału.

Efektywność działalności operacyjnej uznać należy za zasadniczą podstawę i warunek funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Jest ona wypadkową wielu zmiennych zależnych i niezależnych od przedsiębiorstwa, które wpływają na kształtowanie się wartości przychodów ze sprzedaży, rentowności sprzedaży, rentowności operacyjnej i płynności finansowej. Pomyślność działań w sferze operacyjnej przedsiębiorstwa pozwala na podejmowanie i realizację polityki kształtowania rozmiarów i struktury kapitału oraz podziału zysku netto.

Przyjęte w artykule tego rodzaju relacje między działalnością operacyjną, inwestycyjną i finansową przedsiębiorstwa posiadają charakter sprzężeń zwrotnych. Poznanie zatem ich związku korelacyjnego z wypłatą dywidendy stanowić może próbę pełniejszego rozpoznania realizowanej polityki dywidendy przez polskie spółki giełdowe.

Na potrzeby realizacji celów artykułu przyjęto zadanie zweryfikowania dwunastu hipotez badawczych,

które wiążąc się ze sobą mogą pozwolić na pełniejsze rozpoznanie dotychczasowej polityki dywidendy prowadzonej przez polskie spółki giełdowe oraz stworzyć podstawę do późniejszych uogólnień nad formułowaniem, kształtowaniem i realizacją tej polityki. Hipotezy te w czterech przypadkach posiadają charakter pełniejszej analizy czynników determinujących politykę wypłat dywidendy w polskich giełdowych spółkach akcyjnych. W takich przypadkach posiadają one postać podwójnych twierdzeń (hipoteza 6, hipoteza 9 oraz hipoteza 10). W przypadku hipotezy 8 występują trzy twierdzenia. Zmierzają one do wykazania wpływu zmiany struktury kapitału na rentowność, będącą jedną z determinantów realizacji polityki wypłat dywidendy.

Nie ulega wątpliwości, że tak rozległe podejście do analizy czynników realizacji wypłat dywidendy może być przedmiotem dalszych pogłębionych badań naukowych nad tym problemem.

## Specyfikacja i opis hipotez roboczych

- 1) Spółki o wysokiej dynamice przychodów ze sprzedaży wypłacają wyższe dywidendy.
- 2) Wzrostowi przychodów netto ze sprzedaży towarzyszy wzrost zysku na działalności operacyjnej.
- 3) Zysk netto na jedną akcję zależy w dużym stopniu od osiągniętego zysku na działalności operacyjnej.
- 4) Spółki o wysokich wskaźnikach wzrostu zysku na działalności operacyjnej realizują najczęściej politykę stałej stopy wypłat dywidendy.
- 5) Spółki o wysokim udziale kapitału zakładowego w wartości kapitału własnego częściej realizują politykę wypłat dywidendy (wzrostowi udziału kapitału zakładowego w wartości kapitału własnego towarzyszy wzrost wypłat dywidendy).
- 6) Wzrostowi współczynnika zadłużenia towarzyszy wzrost:
  - a) wypłaconej dywidendy,
  - b) stopy wypłat dywidendy.
- 7) Płynność finansowa podwyższona nie zależy od wypłat dywidendy
- 8) Wzrost wskaźnika zadłużenia wpływa pozytywnie i silnie na wzrost:
  - a) zysku netto na jedną akcję,
  - b) współczynnika rentowności majątku całkowitego (ROA),
  - c) współczynnika rentowności kapitału własnego (ROE).



- 9) Kwota wypłacanej dywidendy zależy zarówno od rentowności aktywów jak i rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa. Jednak w większym stopniu zależy od:
  - a) rentowności aktywów aniżeli od
  - b) rentowności kapitału własnego.
- 10) Stopa wypłacanej dywidendy zależy w większym stopniu od:
  - a) rentowności aktywów aniżeli od
  - b) rentowności kapitału własnego.
- 11) Wzrostowi wydatków z tytułu działalności inwestycyjnej towarzyszy spadek udziału wypłaconych dywidend z zysku netto.
- 12) Spółki o stabilnej marży zysku operacyjnego najczęściej realizują politykę stałej kwoty wypłat dywidendy, zaś spółki realizujące małą marżę zysku operacyjnego prowadzą politykę zerowej stopy wypłat dywidendy.

Przyjęte hipotezy badawcze znajdują swoje uzasadnienie w założeniach o istnieniu wieloczynnikowych i przenikających się determinantach polityki dywidendy.

Wysoka dynamika przychodów ze sprzedaży powodować może osiąganie przez spółkę wyższego zysku netto. Walne zgromadzenie spółki akcyjnej osiągającej dodatni wynik finansowy (zysk netto) zobowiązane jest do dokonania jego podziału. Zysk netto przeznaczany jest na tworzenie kapitału zapasowego, kapitału rezerwowego, rezerw, nagród dla załogi, funduszu świadczeń socjalnych, tantiem, zysku zatrzymanego oraz dywidend. Stąd też można spodziewać się, iż wyższej dynamice przychodów ze sprzedaży towarzyszyć będzie wyższa kwota dywidendy wypłacana przez spółkę. Twierdzenie takie zawarte jest w hipotezie 1.

Wysokość przychodów netto ze sprzedaży określa wielkość zysku na działalności operacyjnej spółki, co pozwala domniemywać, iż wzrostowi wysokości przychodów netto ze sprzedaży towarzyszyć będzie wzrost zysku na działalności operacyjnej (hipoteza 2).

Wysokość zysku na działalności operacyjnej, jak również wysokość przychodów i kosztów finansowych, zysków i strat nadzwyczajnych oraz obowiązkowych obciążeń wyniku finansowego wpływają na wysokość wygospodarowanego przez przedsiębiorstwo zysku netto. Można zatem sądzić, iż im wyższy zysk na działalności operacyjnej, tym wyższa będzie kwota osiągniętego przez spółkę zysku netto oraz zysku netto na jedną akcję. Stwierdzenie to stanowi treść hipotezy 3.

Kolejna hipoteza przyjęta na potrzeby niniejszej rozprawy – hipoteza 4 – wiąże kategorię zysku na działalności operacyjnej ze stopą wypłaconej dywidendy.

W hipotezie 5 badana jest zależność udziału kapitału akcyjnego w kapitale własnym i kwoty wypłaconej dywidendy. Na potrzeby artykułu wysunięto przypuszczenie, iż wzrostowi udziału kapitału akcyjnego w kapitale własnym towarzyszy wzrost kwoty wypłaconej dywidendy. Przypuszcza się zatem dodatnie skorelowanie cech analizowanej zależności. Mimo iż kategoria kapitału akcyjnego w kodeksie spółek handlowych została zastąpiona kategorią kapitału zakładowego, to jednak w przeprowadzonych badaniach empirycznych będzie używane sformułowanie „kapitał akcyjny”, gdyż w danych obejmujących okres od 1994 do 1999 r. nie występowała kategoria „kapitał zakładowy”, która obowiązuje od 2000 r.

W hipotezie 6, podobnie jak w hipotezie 8, analizie został poddany współczynnik zadłużenia. W hipotezie 6 analizie został poddany związek współczynnika zadłużenia i kwoty wypłaconej dywidendy (hipoteza 6a), jak również związek współczynnika zadłużenia i stopy wypłaconej dywidendy (hipoteza 6b). W przypadku obu wymienionych zależności przyjęte zostało przypuszczenie o dodatnim skorelowaniu cech tych związków.

Konstrukcja hipotezy 7 polega na przyjęciu przypuszczenia o istnieniu braku korelacji pomiędzy współczynnikiem podwyższonej płynności a kwotą wypłaconej dywidendy.

Hipoteza 8 stanowi dalsze rozwinięcie analizy czynnikowej współczynnika zadłużenia. W hipotezie 8 współczynnik zadłużenia wiązany jest z trzema wielkościami: zyskiem netto na akcję (hipoteza 8a), współczynnikiem rentowności aktywów (hipoteza 8b) oraz współczynnikiem rentowności kapitału własnego (hipoteza 8c). We wszystkich trzech wymienionych zależnościach podejrzewane jest występowanie dodatniego skorelowania zmiennych o znaczącej sile.

Hipoteza 9 wiąże kwotę wypłacanej dywidendy przez przedsiębiorstwo ze współczynnikiem rentowności aktywów (ROA) (hipoteza 9a) oraz ze współczynnikiem rentowności kapitału własnego (ROE) (hipoteza 9b). Współczynnik rentowności aktywów oznacza stosunek zysku netto do wartości aktywów ogółem i mierzy efektywność aktywów w tworzeniu zysku, natomiast współczynnik rentowności kapitału własnego ilustruje zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku z każdej zaangażowanej złotówki kapitału własnego akcjonariuszy. Można postawić hipotezę, iż kwota wypłacanej dywidendy zależy w większym stopniu od rentowności aktywów aniżeli od rentowności kapitału własnego. Weryfikacja hipotezy o silniejszej zależności wypłaconej dywidendy od rentowności całkowitych aktywów będzie polegać na zwykłym porównaniu w czasie i przestrzeni współczynników korelacji rang Spearmana. W podobny sposób została poddana analizie hipoteza 10, przedstawiająca zależność między stopą wypłacanej dywidendy a współczynnikiem rentowności aktywów (hipoteza 10a) oraz zależność między stopą wypłaconej dywidendy a współczynnikiem rentowności kapitału własnego (hipoteza 10b). Można postawić hipotezę, iż stopa wypłacanej dywidendy zależy w przede wszystkim od rentowności majątku całkowitego.

Wysokość wydatków z tytułu działalności inwestycyjnej określa wielkość zysku netto, jaki pozostał do podziału. Można podejrzewać, że wzrost wydatków z tytułu działalności inwestycyjnej spowoduje mniejszą możliwość rozdysponowania zysku netto na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy. Zatem należy sądzić, że wzrost tych wydatków winien powodować spadek stopy wypłaconej dywidendy. Twierdzenie takie zawarte jest w hipotezie 11.

Ostatnia, dwunasta hipoteza badawcza, zamykająca krąg rozważań o realizacji polityki dywidendy w spółkach akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA, wiąże marżę zysku operacyjnego ze stopą wypłaconej dywidendy.

*Agnieszka Natasza Duraj*