

*BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI*

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## POWIĄZANIE STRATEGII WYPŁATY DYWIDENDY Z RENTOWNOŚCIĄ KAPITAŁU WŁASNEGO

### Streszczenie

Artykuł podejmuje problematykę polityki dywidendowej oraz rentowności kapitału własnego jako próby ukazania powiązań pomiędzy nimi przy pewnych założeniach funkcjonowania przedsiębiorstwa. Opisano m.in. zagadnienia polityki dywidendowej, mierników atrakcyjności przedsiębiorstwa wykorzystujących zysk netto oraz stopę dywidendy. Dodatkowo przedstawiono symulację ukazującą, jak zmienia się rentowność kapitału własnego w zależności od tego, jaką politykę dywidendową zastosuje przedsiębiorstwo. Analizę oparto na dwóch skrajnych podejściach – polityki zerowej dywidendy oraz polityki dywidendowej opartej na wypłacie całego zysku.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidendowa, polityka wypłat, rentowność kapitału własnego, stopa dywidendy

### Wprowadzenie

Polityka dywidendowa, będąc jednym z zagadnień obszaru finansów przedsiębiorstwa, odnosi się do podziału wypracowanego zysku pomiędzy akcjonariuszy spółki. Z tego powodu jest szczególnie analizowana przez inwestorów rynku kapitałowego. Otrzymana dywidenda – poza aprecjacją cen akcji – jest dodatkową gratyfikacją dla inwestora za dokonaną inwestycję.

Wielkość pozostawionego w przedsiębiorstwie zysku w sytuacji, kiedy zostaje właściwie zainwestowany, przekłada się na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Jednak kiedy rentowność inwestycji sfinansowanych w części lub całości

wypracowanym zyskiem charakteryzuje się niskim poziomem, przekłada się to na spadek rentowności całego przedsiębiorstwa. Dlatego w szczególności w przedsiębiorstwach notowanych na rynku kapitałowym bardzo istotna jest rozsądna polityka gospodarowania zyskiem i jego rozdysponowanie na rentowne projekty inwestycyjne oraz na dywidendę. Przekłada się to na wskazania wybranych parametrów określających rentowność przedsiębiorstwa oraz jego atrakcyjność względem pozostałych spółek z danej branży.

## 1. Polityka dywidendowa przedsiębiorstw

Finanse przedsiębiorstwa, a właściwie zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, obejmują nie tylko problematykę kształtowania optymalnej struktury majątku oraz kapitału, określenia kierunków rozwoju przedsiębiorstwa i z nim związanych inwestycji, szacunku przyszłych wyników, lecz także podziału wyniku finansowego – politykę dywidendową oraz skup akcji własnych w celu umorzenia (inaczej buy back). Często skup akcji własnych w celu umorzenia traktowany jest jako alternatywa w stosunku do wypłaty dywidendy<sup>1</sup>. Obie formy rozdysponowania części wypracowanego wyniku są określane ogólnie jako polityka wypłaty dla akcjonariuszy i często rozpatrywane przez zarząd przedsiębiorstwa jako porównywalne sposoby dzielenia się z akcjonariatem częścią wypracowanego zysku<sup>2</sup>.

Na politykę dywidendową wpływają różnorodne czynniki. W praktyce gospodarczej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie częstym czynnikiem wpływającym na wielkość wypłacanej dywidendy są potrzeby kapitałowe znaczącego akcjonariusza. Również rzadko spotykaną informacją ze strony spółek jest fakt stosowania ustalonej polityki dywidendowej.

Polityka wypłaty dywidend jest wypadkową wielu czynników o różnej sile oddziaływania, do których należy zaliczyć:

- preferencje inwestorów odnoszące się do dywidend,
- zawartość informacyjna ogłoszeń o poziomie dywidendy,
- ograniczenia prawne dotyczące płacenia dywidend,
- wymagania funduszy inwestycyjnych co do stałego dochodu z kapitału,

<sup>1</sup> Zob. więcej B. Jabłoński, *Dividend policy and financial liquidity of a company*, Ukrainian Academy of Banking of The National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraina 2011, s. 107-113.

<sup>2</sup> B. Jabłoński, *Elementy modelu polityki dywidendowej przedsiębiorstwa*, w: I.K. Hejduk (red.), *Sustainability odpowiedzią na kryzys ekonomiczny. Nowe koncepcje przedsiębiorstwa przyszłości*, ORGMASZ, Warszawa 2011, s. 335.

- dostępność efektywnych możliwości inwestycyjnych i koszty emisji nowych akcji,
- dostępność gotówki na wypłaty dywidend,
- potrzeba utrzymania kontroli właścicieli nad spółką<sup>3</sup>.

W literaturze przedmiotu opisuje się trzy podstawowe tendencje w kształtowaniu decyzji o wypłacie dywidendy. Pierwsza z nich zakłada wypłatę dywidendy obejmującą cały wypracowany zysk, druga brak dywidendy z powodu wykorzystania całości zysku na inwestycje przedsiębiorstwa, a trzecia – zakładająca optymalne rozwiązanie – zysk łączący inwestycje przedsiębiorstwa z wypłatą dywidendy, czyli po dokonaniu inwestycji przeznaczenie pozostałej części na dywidendę<sup>4</sup>.

Poza podstawowymi tendencjami w kształtowaniu decyzji o wypłacie dywidendy zostały opracowane różne strategie wypłaty dywidendy. Do wybranych można zaliczyć strategię stałej wysokości dywidendy, stałej stopy wypłaty, nadwyżkową politykę dywidend, docelową stopę wypłat. Należy również wspomnieć o dwóch skrajnych strategiach: polityce stuprocentowej stopy wypłat oraz polityce zerowej stopy wypłaty dywidendy.

Transfer z przedsiębiorstwa zbyt dużej kwoty, nawet z uwzględnieniem przyszłych potrzeb inwestycyjnych, może przy niekorzystnych uwarunkowaniach rynkowych spowodować zachwianie płynności, a w najgorszym przypadku utratę płynności i w konsekwencji bankructwo. Dlatego bez wątpienia istotnym czynnikiem wpływającym na poziom wypłat dywidend jest również poziom gotówki w spółce. Przedsiębiorstwa rozwojowe mogą mieć słabą pozycję gotówkową, gdyż bardzo szybko rosnącej sprzedaży towarzyszy wzrost zapasów i należności, stąd mogą rezygnować z wypłaty lub wypłacać minimalną dywidendę<sup>5</sup>.

Z uwagi na fakt, że wielkość wypłacanych dywidend jest bardziej przewidywalna w czasie aniżeli buy back, spółki – w szczególności notowane na rynku kapitałowym – tworzą własną politykę dywidendową, która jednak nie zawsze jest właściwa. Wynika to z faktu, że nie uwzględniają w niej elementarnych podstaw funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa – przyszłych inwestycji. Ponadto wielkość wypłacanej dywidendy w relacji do kapitału, który w przedsiębiorstwie

---

<sup>3</sup> M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 119–120.

<sup>4</sup> Zob. więcej B. Jabłoński, *Elementy modelu...*, s. 337.

<sup>5</sup> Tamże, s. 107–113.

pozostaje celem dalszych jego inwestycji<sup>6</sup>, ma również wpływ na wskaźniki rentowności przedsiębiorstwa lub wybrane wskaźniki rynkowe.

## 2. Rentowność kapitału własnego w kontekście wypłaty dywidendy – symulacja przypadków

Osiąganie przez przedsiębiorstwo wysokich zysków jest zdeterminowane generowanymi przychodami oraz kosztami. Przy pewnych założeniach mogą być one prognozowane. Prognoza wyników przedsiębiorstwa jako element planowania budżetu to przede wszystkim wynikowy obraz zaplanowanych działań w obrębie strategii rozwoju podmiotu oraz gospodarowania jego majątkiem.

Na poziom zysku wpływają m.in. wielkość zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału oraz ryzyko gospodarcze uzależnione od rodzaju prowadzonej działalności. Transfer z przedsiębiorstwa zysku w postaci dywidendy lub wydatków związanych ze skupem akcji w celu umorzenia również wpływa na zdolność podmiotu do generowania zysków w przyszłości. W wyniku skupu akcji własnych w celu umorzenia zmienia się relacja dług/kapitał własny w szczególności, kiedy skup akcji jest finansowany zaciągniętym w tym celu długiem. Z kolei wzrost udziału dywidendy w zysku spółki może oznaczać, że przy założonym programie inwestycyjnym musi ona finansować się kapitałem obcym<sup>7</sup>. Od kapitału obcego podmiot płaci obowiązkowe odsetki, które zmniejszają przyszłe zyski. Przy czym należy dodać, że obecność w strukturze finansowania kapitału obcego w kontekście jego optymalizacji jest właściwe.

Zysk wypracowany przez przedsiębiorstwa jest jednak często w krótkim okresie kształtowany poprzez określone operacje księgowe i nie ukazuje zdolności przedsiębiorstwa do faktycznej możliwości wypłaty dywidendy. Poprawa wyniku może z jednej strony wpływać na podniesienie kapitału własnego (wyższa wartość księgowa na akcję), lepszy obraz spółki w oczach banków oraz zwiększony popyt na akcje spółki. Z drugiej jednak strony mogą zwiększyć się żądania płacowe ze strony pracowników, powstaje większe zobowiązanie podatkowe oraz, co ważniejsze, właściciele spółek mogą żądać przekazania większej części

<sup>6</sup> Uwzględniony np. w kapitale zapasowym.

<sup>7</sup> B. Jabłoński, *Wpływ polityki wypłat dla akcjonariuszy na koszt kapitału i wartość przedsiębiorstwa w świetle obowiązujących teorii*, w: E. Urbańczyk, M. Romanowska (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 71–78.

zysku na dywidendę lub skup akcji własnych w celu umorzenia<sup>8</sup> – z zysku, który jak zostało wspomniane, w krótkim okresie może nie być rzeczywistym wynikiem spółki<sup>9</sup>.

Okresowe zmniejszenie zysku powoduje zmniejszenie obciążenia podatkowego i zatrzymanie części kapitału w przedsiębiorstwie, dlatego prowadzenie odpowiedniej polityki zwiększania lub zmniejszania zysku umożliwia przesunięcie w czasie płatności zobowiązań podatkowych.

Zysk może być rozpatrywany jako miara efektywności działalności podmiotu oraz jako miernik pomnażania kapitału poprzez rozdysponowanie go w poszczególne projekty inwestycyjne. Podmioty często wykorzystują do oceny stopnia pomnażania kapitału mierniki oparte na zysku księgowym, do których można zaliczyć m.in. rentowność kapitałów własnych ROE czy EPS, czyli zysk przypadający na 1 akcję.

Parametrem ROE<sup>10</sup> są zainteresowani również inwestorzy rynku kapitałowego. Parametr ten oblicza się jako:

$$ROE = \frac{Zn}{Kw} \quad (1)$$

gdzie:

Zn – roczny zysk netto,

Kw – kapitał własny<sup>11</sup>.

Im wyższa wartość ROE, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, ponieważ stwarza możliwość wypłaty wyższej dywidendy oraz ewentualnej aprecjacji cen akcji takiego podmiotu.

---

<sup>8</sup> Umorzenie akcji powoduje zmniejszenie sumy bilansowej o iloczyn liczby umorzonych akcji i ceny jej odkupu. Aktywa zostają zmniejszone o środki pieniężne wydatkowane na skup akcji, a pasywa o niepodzielony wynik z lat ubiegłych (umorzenie z zysku) lub o iloczyn akcji umorzonych i ich wartość nominalną i/lub o iloczyn akcji umorzonych i nadwyżki ceny odkupu ponad wartość nominalną (umorzenie z kapitałów własnych).

<sup>9</sup> Zob. więcej B. Jabłoński, *Selected issues of the dividend policy of joint stock companies listed on the capital market*, Univerzity Mateja Bela, Banská Bystrica, Słowacja 2011, s. 21-26.

<sup>10</sup> Inna nazwa to rentowność finansowa.

<sup>11</sup> Często stosowaną praktyką jest obliczanie średniej wartości zaangażowanych kapitałów z końca oraz początku okresu analizy

Wskaźnikiem, który ma szczególnie duże znaczenie w przypadku zmian kapitału własnego, podwyższeń w drodze emisji akcji lub obniżen poprzez ich umorzenie, jest zysk na akcję EPS. Oblicza się go jako:

$$EPS = \frac{Zn}{La} \quad (2)$$

gdzie:

Zn – roczny zysk netto,

La – liczba wyemitowanych akcji zwykłych.

Wysokie wartości tego wskaźnika będą skutkowały w przyszłości prawdopodobną wypłatą dywidendy oraz wzrostem kursu akcji. Wskaźnik można wykorzystać także do prognozy wzrostu lub spadku zyskowności przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu historycznych wskazań<sup>12</sup>. Ponadto wskaźniki ROE oraz EPS można zastosować do miary skutków występowania kapitału obcego w przedsiębiorstwie. Wykorzystywane są w szacunkach stopnia dźwigni finansowej, przy czym należy wspomnieć, że same ROE oraz EPS nie mogą być miernikami osiągnięć kadry menadżerskiej, ponieważ nie ukazują negatywnych skutków zadłużania podmiotu oraz nie motywują do optymalizacji struktury kapitału.

Kolejnym wskaźnikiem ukazującym atrakcyjność przedsiębiorstwa uwzględniającym rynkowe wyceny względem kapitału własnego jest parametr C/WK, który oblicza się jako:

$$C / WK = \frac{C}{(Kw / La)} \quad (3)$$

gdzie:

C – bieżąca cena akcji,

Kw – kapitał własny,

La – liczba wyemitowanych akcji zwykłych.

Wskaźnik obrazuje, ile razy bieżąca cena rynkowa przewyższa wartość księgową przypadającą na 1 akcję. Niskie wskazania tego parametru (poniżej wartości 1) to okresy, w których ceny akcji są mocno niedowartościowane po okresie bessy. Również może oznaczać to skokowy wzrost wartości księgowej

<sup>12</sup> B. Jabłoński, T. Nawrocki, *Atrakcyjność inwestycji*, „Gazeta Bankowa” 2007, nr 25, s. 25.

przedsiębiorstwa, która nie została jeszcze zdyskontowana wzrostem rynkowych cen akcji. Z kolei wysokie wskazania oznaczają przewartościowanie cen akcji, m.in. poprzez wygenerowanie przed podmiot słabych wyników finansowych, których rynek nie był w stanie przewidzieć.

Sam poziom zysku nie pozwala stwierdzić jednoznacznie, czy wygenerowany zysk jest na takim poziomie, aby pokryć koszt kapitału, dzięki któremu przedsiębiorstwo ten zysk osiągnęło. Koszt ten jest dopiero uwzględniony przy podziale wypracowanego zysku. Podział następuje poprzez przyznanie oraz wypłatę dywidendy.

Atrakcyjność wypłacanej dywidendy nie można ustalać samą wartością dywidendy, ale jej rentownością w stosunku do ceny rynkowej. Można obliczyć ją jako iloraz ostatnio wypłaconej dywidendy do ceny akcji z ostatniego dnia notowań. W ten sposób, zestawiając wszystkie akcje pod kątem rentowności dywidendy, można określić, które z nich wypłacają największą dywidendę w stosunku do ceny akcji.

Stopę dywidendy określa wzór:

$$DY = \frac{DPS}{C} \times 100\% \quad (4)$$

gdzie:

DY – stopa dywidendy,

DPS – dywidenda na jedną akcję,

C – bieżąca cena akcji.

Z kolei poziom zysków zatrzymanych ukazuje, o ile zwiększył się kapitał przedsiębiorstwa. Pozostawienie części zysku w spółce jako nierozdzielonego umożliwia wykorzystanie go w przyszłości na wypłatę dywidendy, na rozwój przedsiębiorstwa lub w innym celu. Zatem brak wypłaty dywidendy skutkuje pozostawieniem zysku w spółce, przeważnie przeznaczanego na kapitał zapasowy.

Podział zysku w spółce wraz z polityką dywidendową rzutują na strukturę kapitału oraz ewentualne potrzeby finansowania działalności kapitałem obcym. Atrakcyjność dywidendy mierzona parametrem (4) jest przedmiotem analiz inwestorów giełdowych. Rzadko jednak jest rozpatrywana w kontekście przyszłych miar rentowności przedsiębiorstwa według ROE lub oceny atrakcyjności spółki

na rynku kapitałowym według wskaźnika rynkowego C/WK<sup>13</sup>. Zakładając, że podmiot w perspektywie trzech lat osiąga stały zysk, jego ocena w oczach inwestorów analizujących spółkę pod kątem parametru (3) oraz (4) może diametralnie się zmieniać w zależności od przyjętej polityki dywidendowej. Wymienione w artykule strategie wypłaty dywidendy obejmowały m.in. dwa skrajne podejścia – zakumulowanie całego zysku i jego wykorzystanie w przedsiębiorstwie (wariant 1) oraz wypłatę całego zysku (wariant 2). Niezależnie od obu strategii przyjęto, że w każdym okresie spółka osiąga taki sam zysk.

Przykładową prognozę rachunku zysków i strat w okresie trzech lat przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

## Prognoza skróconego rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa

Rachunek zysków i strat	Rok 1	Rok 2	Rok 3
A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, tow. i materiałów	14 611	16 656	15 185
B. Koszty działalności operacyjnej	3 500	3 795	4 174
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A – B)	11 111	12 861	11 011
D. Pozostałe przychody operacyjne	0	50	150
E. Pozostałe koszty operacyjne	0	550	50
F. Zysk (strata) na działalności operacyjnej (C + D – E)	11 111	12 361	11 111
G. Przychody finansowe	0	0	0
H. Koszty finansowe	0	1 250	0
I. Zysk (strata) z działalności gosp. (F + G – H)	11 111	11 111	11 111
K. Zysk (strata) brutto (I + J1 – J2)	11 111	11 111	11 111
L. Podatek dochodowy	2 111	2 111	2 111
<b>N. Zysk (strata) netto (K – L – M)</b>	<b>9 000</b>	<b>9 000</b>	<b>9 000</b>

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 ukazano przykładowy podział zysku uwzględnionego w budżecie przedsiębiorstwa na podstawie tabeli 1, gdy 100% zysku jest przekazane na sfinansowanie projektów inwestycyjnych.

<sup>13</sup> Innym również analizowanym parametrem jest wskaźnik Cena/Zysk [P/E], który jednak w kontekście tematu artykułu nie ma większego znaczenia.



Tabela 2

## Przykładowy podział zakumulowanego zysku (wariant 1)

Planowany podział zysku (100% inwestycje, 0% dywidenda)	Rok 1	Rok 2	Rok 3
Inwestycje	0	9000	9000
Dywidenda	0	0	0

Źródło: opracowanie własne.

Przekazanie wypracowanego zysku na inwestycje jako kapitał zapasowy przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

## Prognoza elementów bilansu przedsiębiorstwa bez wypłaty dywidendy

Elementy bilansu (pasywów)	Rok 1	Rok 2	Rok 3
A. Kapitał (fundusz) własny	109 000	118 000	127 000
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	100 000	100 000	100 000
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0	0	0
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0	0	0
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0	9 000	18 000
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0	0	0
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0	0	0
VII. Niepodzielony zysk (strata) z lat ubiegłych	0	0	0
VIII. Zysk (strata) netto	9 000	9 000	9 000
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0	0	0
<b>ROE</b>	<b>8,26%</b>	<b>7,63%</b>	<b>7,09%</b>

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 umieszczono również obliczenia parametru ROE. Akumulacja całego zysku i przekazanie go na inwestycje przy stałych zyskach powoduje obniżenie tego wskaźnika. Wariant zakłada, że przedsiębiorstwo nie jest w stanie efektywnie wykorzystać reinwestowanego zysku, co przekłada się na pogorszenie rentowności kapitału własnego. Zarząd przedsiębiorstwa może zaproponować również przekazanie całego zysku na dywidendę (wariant 2), nie widząc możliwości zainwestowania go efektywniej od inwestorów, którzy sami mogą zainwestować otrzymany kapitał działając na rynku finansowym.

W tabeli 4 ukazano przykładowy podział zysku uwzględnionego w budżecie przedsiębiorstwa na podstawie tabeli 1, gdy 100% zysku jest przekazane na wypłatę dywidendy.

Tabela 4

## Przykładowy podział zakumulowanego zysku (wariant 2)

Planowany podział zysku (0% inwestycje, 100% dywidenda)	Rok 1	Rok 2	Rok 3
Inwestycje	0	0	0
Dywidenda	0	9000	9000

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 5 ukazano przykładowy podział zysku uwzględnionego w budżecie przedsiębiorstwa na podstawie tabeli 4, gdy 100% zysku jest przekazane na wypłatę dywidendy.

Tabela 5

## Prognoza elementów bilansu przedsiębiorstwa po wypłacie dywidendy

Elementy bilansu (pasywów)	Rok 1	Rok 2	Rok 3
A. Kapitał (fundusz) własny	109 000	109 000	109 000
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	100 000	100 000	100 000
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0	0	0
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0	0	0
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0	0	0
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0	0	0
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0	0	0
VII. Niepodzielony zysk (strata) z lat ubiegłych	0	0	0
VIII. Zysk (strata) netto	9 000	9 000	9 000
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0	0	0
ROE	8,26%	8,26%	8,26%

Źródło: opracowanie własne.

Z przykładowej analizy wariantu 2 można wywnioskować, że przyjęta polityka dywidendowa zakładająca wypłatę całego wypracowanego w poprzednim okresie zysku umożliwiła – przy założeniu stałego zysku – utrzymanie parametru ROE na niezmiennym poziomie. W obu wariantach analizy założono identyczny, niezmienny zysk, co oczywiście ukazuje, że podmiot nie jest w stanie wygene-

rować dodatkowego zysku z pozostawionego w przedsiębiorstwie kapitału. Taka sytuacja często ma miejsce w praktyce gospodarczej, kiedy zarząd rekomenduje niewypłacanie dywidendy, a jednocześnie okazuje się po pewnym okresie, że reinwestowany zysk został nieudolnie zainwestowany oraz koszty działania podmiotu całkowicie go pochłonęły. Dlatego tak ważne jest zastosowanie przed podmiot optymalnej polityki dywidendowej, która z pozwole reinwestować część wypracowanego zysku, przy jednoczesnej wypłacie dywidendy.

## Wnioski

Podmioty kierujące się odpowiednią polityką dywidendową oraz zaplanowanym budżetem na przyszłe okresy mogą podejmować przemyślane decyzje zarówno w zakresie reinwestowania zysków, jak i wypłaty dywidendy.

Istnieje potwierdzona badaniami relacja pomiędzy wielkością dywidend a zyskami przedsiębiorstwa. Doradcy finansowi Robert Arnott oraz Clifford Asness przeprowadzili badania, które dowodzą, że bieżące niskie dywidendy są często zapowiedzią przyszłych niskich zysków spółki<sup>14</sup>.

Jeśli przedsiębiorstwo nie jest w stanie odpowiednio zainwestować pozostawionego zysku, powinno wypłacić go akcjonariuszom pod postacią dywidendy, aby ci mogli sami zagospodarować otrzymane środki pieniężne na rynku finansowym. Jeśli w spółce planowane są projekty inwestycyjne dla których  $ROIC > WACC$ , to powinny być realizowane, a ewentualna nadwyżka wypłacona inwestorom jako dywidenda.

Profesorowie ekonomii Doron Nissim oraz Amir Ziv z Uniwersytetu Columbia odkryli, że spółki podnoszące dywidendy nie tylko osiągają lepsze zyski z akcji, lecz także osiągają wyższą rentowność w przyszłości<sup>15</sup>.

Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że jeśli kapitał pozostaje w spółce, to rośnie jej kapitał własny, czyli przy niezmiennych cenach notowań akcji spada jej współczynnik  $C/WK$ <sup>16</sup>. Tym samym przedsiębiorstwo, mając większy majątek do dyspozycji, powinno wypracować większy zysk. Jeśli spółka generuje taki sam

<sup>14</sup> R.D. Arnott, C.S. Asness, *Surprise! Higher Dividends=Higher Earnings Growth*, „Financial Analysts Journal” 2003, January–February, s. 70–87, za B. Graham, *Inteligentny inwestor*, Studio EMKA, Warszawa 2007, s. 461.

<sup>15</sup> D. Nissim, A. Ziv, *Dividend Changes and Future Profitability*, „The Journal of Finance” 2001, Vol. 56, No. 6, s. 2111 – 2133, za B. Graham, *Inteligentny inwestor...*, s. 462.

<sup>16</sup> Spółka w takiej sytuacji staje się atrakcyjniejsza dla inwestorów.

zysk z większego majątku, to ROE ulega deprecjacji. Z kolei jeśli podmiot zamierza wypłacić cały zysk poprzez dywidendę, to nie zmienia się wielkość kapitału własnego i tym samym ROE jest stałe. Dlatego spółki, które nie są w stanie reinwestować zysków w rentowne projekty, dla których  $ROIC > WACC$ , powinny starannie przeanalizować możliwość wypłaty jak największej części zysku pod postacią dywidendy. Umożliwi to tym samym zagospodarowanie kapitału przez inwestorów na rynku finansowym w alternatywne inwestycje charakteryzujące się wyższą rentownością, a sama spółka – przy założeniu stałych zysków – zachowa w miarę stabilny poziom ROE.

## Literatura

- Arnott R.D., Asness C.S., *Surprise! Higher Dividends=Higher Earnings Growth*, „Financial Analysts Journal” January–February 2003.
- Graham, B., *Inteligentny inwestor*, Studio EMKA, Warszawa 2007.
- Jabłoński B., *Dividend policy and financial liquidity of a company*, Ukrainian Academy of Banking of The National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraina 2011.
- Jabłoński B., *Elementy modelu polityki dywidendowej przedsiębiorstwa*, w: I.K. Hejduk (red.), *Sustainability odpowiedzią na kryzys ekonomiczny. Nowe koncepcje przedsiębiorstwa przyszłości*, ORGMASZ, Warszawa 2011.
- Jabłoński B., *Selected issues of the dividend policy of joint stock companies listed on the capital market*, Univerzity Mateja Bela, Banská Bystrica, Słowacja 2011.
- Jabłoński B., *Wpływ polityki wypłat dla akcjonariuszy na koszt kapitału i wartość przedsiębiorstwa w świetle obowiązujących teorii*, w: E. Urbańczyk, M. Romanowska (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
- Jabłoński B., Nawrocki T., *Atrakcyjność inwestycji*, „Gazeta Bankowa” 2007, nr 25.
- Nissim D., Ziv A., *Dividend Changes and Future Profitability*, „The Journal of Finance” 2001 Vol. 56, No. 6.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

## THE CONNECTION BETWEEN DIVIDEND PAYOUT STRATEGY AND RETURN ON EQUITY

### Summary

The article discusses the topic of a dividend policy and return on equity and is an attempt to show their mutual connections (assuming some ways in which a company functions). The article depicts, among others, the dividend policy, measures of attractiveness of a company using net profit and a dividend rate. In addition, the article contains a simulation which shows how the return on equity changes depending on the dividend policy used by a company. The analysis is based on two extreme approaches – the zero dividend policy and dividend policy based on the pay out of the whole profit.

**Keywords:** dividend policy, policy of payments, return on equity, dividend yield

*Translated by Bartłomiej Jabłoński*

