

Determinanty wypłaty dywidend przez spółki kapitałowe wczesnej fazy rozwoju

Piotr Szczepankowski*

Streszczenie: Prezentowany artykuł jest próbą oceny polityki wypłat dywidend realizowanych przez polskie spółki kapitałowe znajdujące się w fazie rozwoju i notowane w systemie alternatywnego obrotu giełdowego. Główna uwaga koncentruje się na wyodrębnieniu i wskazaniu głównych determinant ekonomiczno-finansowych mających wpływ na decyzje o wysokości dywidend wypłacanych przez zbiorowość rozwijających się jednostek gospodarczych. Analizę empiryczną opartą na narzędziach analizy statystycznej przeprowadzono na przykładzie przedsiębiorstw notowanych na rynku NewConnect w pełnym okresie jego funkcjonowania w strukturze Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Słowa kluczowe: polityka wypłaty dywidend, alternatywny system obrotu, rynek NewConnect

Wprowadzenie

W sierpniu 2012 r. minęło pięć lat od uruchomienia na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) rynku NewConnect (NC) – alternatywnego systemu obrotu (ASO) akcjami niedawno powstałych i dynamicznie rozwijających się spółek. Dotychczasowe publikacje odnosiły się głównie do charakterystyki rynku NC i oceny jego funkcjonowania w krajowym systemie finansowym. Mniej opracowań zostało poświęconych bezpośrednio przedsiębiorstwom, które pozyskały z tego rynku kapitały na realizację planów rozwoju.

Spółki, funkcjonując w ASO, stopniowo zaczynają zachowywać się podobnie jak ich odpowiedniki notowane na rynku głównym giełdy. Jednym z przejawów tego zjawiska jest dążenie do prowadzenia polityki regularnej redystrybucji osiąganego zysku wśród właścicieli. Oceniając pierwsze zrealizowane wypłaty dywidend przez spółki rynku NC, należy zwrócić uwagę na kształtowanie się czynników finansowych, które determinują wysokość dochodów właścicieli wynikającą z rezultatów ekonomicznych osiąganých przez przedsiębiorstwa. Z jednej strony celem artykułu jest ocena polityki wypłaty dywidend przez spółki znajdujące się w fazie dynamicznego, aczkolwiek ciągle jeszcze wstępnego rozwoju, a z drugiej wykazanie zależności statystycznych między wysokością wypłacanych dywidend przez analizowaną zbiorowość przedsiębiorstw i szeregiem wielkości bądź mierników finansowych ukształtowanych w tych jednostkach gospodarczych w okresie poprzedzającym moment wypłaty dywidend.

W literaturze tematu podkreśla się, że zarządy niedawno powstałych przedsiębiorstw, nastawionych najczęściej na skuteczną realizację strategii szybkiego rozwoju nie są

* dr Piotr Szczepankowski – Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Wydział Zarządzania i Finansów, ul. Pawia 55, 01-030 Warszawa, e-mail: szczepankowski@vizja.pl

skłonne sugerować możliwości wypłaty części lub całości wypracowanego zysku netto. Wyraźnie akcentowany jest pogląd, że zbiorowość spółek kapitałowych znajdujących się w początkowym etapie rozwoju nie płaci żadnych dywidend (m.in. Sierpińska 1999: 116–117; Block, Hirt 1987: 574; Jabłoński 2009: 40), co głównie wynika z motywu reinwestowania zysku w celu osiągnięcia wzrostu odpowiadającego poziomowi wzrostu zrównoważonego¹. Dopiero po wzmocnieniu swojej pozycji w otoczeniu i podniesieniu wartości sprzedaży oraz zysków z działalności operacyjnej oraz przejściu do fazy ekspansji i dojrzałości przedsiębiorstwa decydują się na wypłaty stopniowo rosnących dywidend. Przesłanką decyzyjną jest w tym przypadku chęć poinformowania właścicieli i inwestorów o silnej kondycji finansowej, odpowiedniej zyskowności i wypłacalności spółki, co prawdopodobnie będzie skutkować wzrostem rynkowej wartości akcji. Jest to powszechnie znany tzw. efekt sygnalizacyjny dywidend. W trakcie przechodzenia przez początkowe etapy fazy rozwoju przedsiębiorstwa wypłacają na ogół najpierw niskie do średnich kwoty dywidend (od 5% do 15% zysków netto), a później wysokie (od 25% do 40% wyniku finansowego netto) (Sierpińska 1999: 117).

Z przeglądu literatury przedmiotu wynika, że w dotychczasowych pracach na temat polityki dywidend realizowanej przez różne grupy przedsiębiorstw wykazano, iż na decyzje o ich wypłacie oraz na ich wysokość wpływ ma wiele zmiennych. Najczęściej zwracano uwagę na zależność wysokości dywidend i skłonność do ich wypłaty od kilkunastu determinant, których zestawienie podano w tabeli 1.

Tabela 1

Podstawowe czynniki determinujące decyzje o wypłatach dywidend

Lp.	Determinanta	Miernik determinanty	Prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy	
			większe	mniejsze
1	2	3	4	5
1	Rentowność spółki	ROS, ROE, ROI	Wyższa i/lub rosnąca rentowność	Brak i/lub spadek rentowności
2	Możliwości inwestycyjne, wzrostu i rozwoju	P/BV Q-Tobin	Mniejsze możliwości wzrostu i rozwoju	Większe możliwości wzrostu i rozwoju
3	Dojrzałość spółki	log (wiek spółki)	Dojrzała spółka	Spółka w fazie rozwoju, niedawno powstała
4	Dźwignia finansowa	D/BV D/A	Niska dźwignia finansowa	Wysoka dźwignia finansowa
5	Wystarczalność gotówkowa spółki	OCF na akcję OCF/dywidendy Stan środków pieniężnych	Wysoka wystarczalność gotówkowa	Niska wystarczalność gotówkowa
6	Stalność wypłaty dywidend (tzw. lepkość lub sztywność dywidend)	DPS w roku wcześniejszym	Wypłaty w latach wcześniejszych	Brak wcześniejszych wypłat
7	Wielkość spółki	ln (aktywa)	Większa spółka	Mniejsza spółka
8	Ryzyko spółki i ryzyko rynkowe	Współczynnik beta MRP	Mniejsze ryzyko	Większe ryzyko

¹ Więcej informacji na temat wpływu wypłat dywidend na możliwości finansowania wzrostu zrównoważonego przedsiębiorstwa można odnaleźć w m.in. Hawawini, Viallet (2007: 595–599).

1	2	3	4	5
9	Premia dywidendowa	Różnica w wartości rynkowej spółek dywidendowych i pozostałych	Większa premia	Niższa premia
10	Sytuacja gospodarcza i finansowa na rynku	Tempo wzrostu PKB, inflacja Poziom stóp procentowych	Lepsza koniunktura gospodarcza	Gorsza koniunktura gospodarcza
11	Opodatkowanie dywidend	Stopa podatkowa	Korzystniejsze (niższe) opodatkowanie dywidend niż zysków kapitałowych	Mniej korzystne (wyższe) opodatkowanie dywidend niż zysków kapitałowych

ROS – rentowność netto; ROE – stopa zwrotu z kapitału; własnego; ROI – stopa zwrotu z zaangażowanych kapitałów ogółem; P/BV – stosunek rynkowej do księgowej wartości kapitału własnego; Q-Tobin – stosunek odtworzeniowej do księgowej wartości aktywów netto spółki; D/BV – stopień zadłużenia długoterminowego kapitału własnego; D/A – stopień zadłużenia aktywów spółki; MRP – rynkowa premia za ryzyko; DPS – wartość dywidendy na jedną akcję; OCF – operacyjne przepływy pieniężne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Kowerski (2011).

1. Ogólne informacje o polityce wypłat dywidend realizowanych przez zbiorowość badanych spółek

Od momentu uruchomienia w sierpniu 2007 r. ASO w Polsce dynamicznie rosła liczba spółek wprowadzających akcje na rynek NC. Stopniowo zwiększała się również liczba jednostek wypłacających dywidendy. Zgodnie z informacjami podawanymi przez GPW w statystykach rynku w 2008 r. dywidendę z zysku netto osiągniętego w roku wcześniejszym wypłaciły jedynie trzy spółki, a w 2012 r. podmiotów tych było łącznie już czterdzieści. W tym samym okresie na głównym rynku giełdowym nawet nie podwoiła się liczba przedsiębiorstw wypłacających dywidendy. W rzeczywistości nastąpił wzrost o około 80% liczby spółek rozwiniętych i dojrzałych, które wypłaciły dywidendy przynajmniej raz w latach 2008–2012. Przedstawione wielkości bezwzględne należy jednak zestawić z łączną liczbą jednostek gospodarczych notowanych na poszczególnych rynkach (tabela 2).

Tabela 2

Odsetek spółek notowanych na obu rynkach GPW wypłacających dywidendy w latach 2008–2012 oraz stopa dywidend (średnio roczna dla wszystkich notowanych spółek)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6
Rynek NewConnect					
Liczba notowanych spółek na koniec roku	84	107	185	351	429
Liczba spółek wypłacających dywidendy w danym roku z zysków z lat wcześniejszych	3	8	16	27	40
Odsetek spółek rynku NC wypłacających dywidendy (%)	3,57	7,48	8,65	7,69	9,32
Stopa dywidend (%)	b.d.	0,2	0,4	0,6	0,6
Rynek główny GPW					
Liczba notowanych spółek na koniec roku	374	379	400	426	440

1	2	3	4	5	6
Liczba spółek wypłacających dywidendy w danym roku z zysków z lat wcześniejszych	89	118	106	116	160
Odsetek spółek rynku głównego wypłacających dywidendy (%)	23,80	31,13	26,5	27,23	36,36
Stopa dywidend (%)	3,1	3,6	2,4	2,9	3,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie biuletynów giełdowych.

Widoczna jest silna dysproporcja między odsetkiem spółek z rynku głównego i z ASO dzielących się zyskiem z akcjonariuszami. Na rynku NC średnio od 7% do 8% notowanych na nim jednostek gospodarczych wypłaca dywidendy właścicielom, podczas gdy politykę dywidendową realizuje przeciętnie około 29% liczby spółek notowanych na rynku głównym. Różnica wynika przede wszystkim ze specyfiki samego rynku NC. Spółki notowane na nim są bowiem przedsiębiorstwami małymi bądź średniej wielkości, znajdującymi się w początkowym etapie rozwoju, co powoduje wysokie zapotrzebowanie na źródła finansowania realizowanych programów inwestycyjnych czy strategii rozwojowych.

Wskazana blisko jedna trzecia spółek dokonujących wypłaty dywidendy i notowanych na rynku głównym GPW nie jest również imponująca. Na bardziej rozwiniętych i dojrzałych rynkach kapitałowych odsetek ten jest zdecydowanie większy. Dla porównania, spośród spółek z indeksu S&P 500 dywidendę wypłaca około 80% przedsiębiorstw². Różnica między sytuacją w zakresie wypłat dywidend przez przedsiębiorstwa w Polsce i notowane na globalnych rozwiniętych rynkach kapitałowych wynika między innymi z fazy rozwoju poszczególnych emitentów akcji. Jeśli na danym rynku jest notowana wartość aktywów jednostek znajdujących się wciąż na etapie dynamicznego inwestowania we własny rozwój i ekspansję, to wtedy obniża się prawdopodobieństwo otrzymywania dywidend. Ponadto w warunkach działania w niestabilnym otoczeniu finansowym realizacja regularnych wypłat dywidend może skutkować poważnymi kłopotami z utrzymaniem bieżącej płynności finansowej oraz długoterminowej wypłacalności przedsiębiorstwa. W związku z tym na wypłatę dywidend pozwalają sobie głównie spółki o znacznej wartości rynkowej, o solidnych fundamentach finansowych, działające w stabilnych sektorach gospodarki, takie jak banki i ubezpieczyciele, spółki energetyczne, paliwowe, surowcowe oraz telekomunikacyjne.

Porównanie stóp dywidend ukształtowanych na poszczególnych rynkach GPW (obliczonych jako stosunek łącznej wartości wypłaconych dywidend do średnio rocznej kapitalizacji rynkowej wszystkich notowanych spółek) wskazuje na znacznie słabszą wydajność dywidendową przedsiębiorstw małej i średniej wielkości, znajdujących się w fazie wzrostu i rozwoju niż jednostek większych, dojrzałych i rozwiniętych. Stopa dywidendy dla spółek rynku NC oscyluje wokół 0,5%, a dla jednostek rynku głównego wynosi średnio około 3% i jest zbliżona do stóp dywidend kształtujących się przeciętnie na innych rynkach giełdowych (m.in. Sierpińska 1999: 87; Golec 1996: 64). Wpływ na tę istotną różnicę pomiędzy grupami przedsiębiorstw ma przede wszystkim dynamiczny przyrost liczby spółek notowanych w ASO, który przekłada się raczej na siłowy (ekstensywny) wzrost średnio rocznej kapitalizacji (wartości rynkowej) jednostek gospodarczych notowanych na rynku NC niż na ich wzrost intensywny, wspomagany poprawą efektywności funkcjonowania.

W tabeli 3 zestawiono podstawowe statystyki opisowe dla dywidend wypłaconych przez spółki rynku NC w latach 2008–2012, które były zmiennymi objaśnianymi w przeprowadzo-

² Serwis inwestorów giełdowych indexcab.com (dostęp 17.04.2013).

nym badaniu praktyki dywidendowej spółek fazy rozwoju. Trend kształtowania się średnich wielkości wyodrębnionych mierników wypłaty dywidend w rozpatrywanym czasie zaprezentowano natomiast na rysunku 1.

Tabela 3

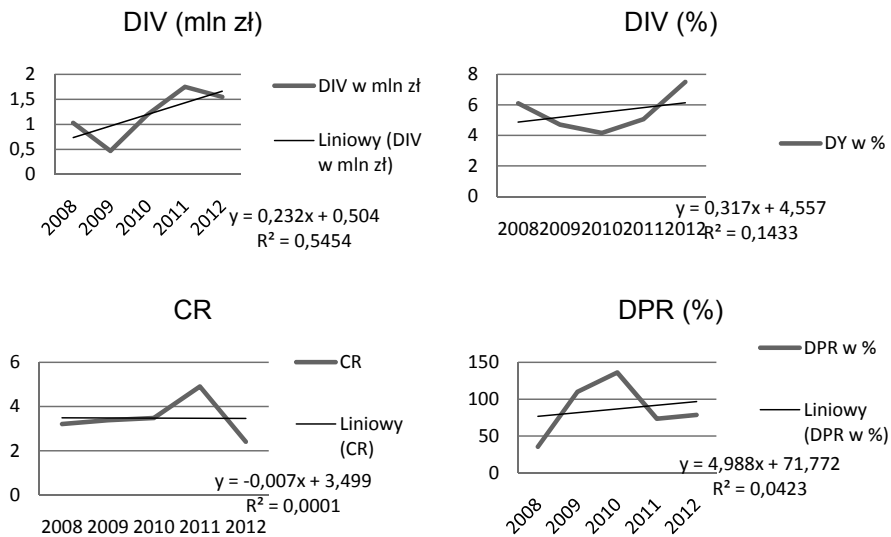
Statystyki opisowe wartości dywidend i wskaźników poziomu wypłat dywidend przez spółki rynku NC w latach 2008–2012

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2008–2012
Wartość dywidend (DIV) w mln zł						
Średnia	1,03	0,47	1,20	1,75	1,55	1,44
Mediana	1,03	0,50	0,52	0,67	0,97	0,69
Kwartył 1	5,15	0,31	0,21	0,27	0,36	0,32
Kwartył 3	1,34	0,68	1,05	2,34	1,89	1,67
Stopa dywidendy (DY) w %						
Średnia	6,10	4,71	4,16	5,06	7,51	5,97
Mediana	6,10	1,85	2,10	3,30	4,40	3,30
Kwartył 1	0,72	0,93	1,10	1,35	2,43	1,38
Kwartył 3	7,05	6,30	3,35	7,90	10,60	8,00
Wskaźnik pokrycia dywidendy (CR)						
Średnia	3,21	3,38	3,48	4,91	2,41	4,68
Mediana	3,21	2,69	1,50	1,91	1,86	1,93
Kwartył 1	2,66	1,55	0,63	1,14	1,13	1,10
Kwartył 3	3,76	3,93	2,96	4,31	3,40	3,75
Stopa wypłaty dywidendy (DPR) w %						
Średnia	35,33	110,10	136,22	73,42	78,61	87,18
Mediana	35,33	37,84	59,04	52,25	53,66	51,15
Kwartył 1	29,27	25,64	21,66	23,46	29,46	26,49
Kwartył 3	41,40	107,87	121,94	87,35	88,85	88,33

Źródło: obliczenia własne.

Z danych zamieszczonych zarówno w tabeli 3, jak i podanych na rysunku 1 wynika, że w rozpatrywanym czasie, szczególnie w latach 2009–2011, były obserwowalne trendy wzrostowe średniej kwoty wypłacanych dywidend przez badane spółki, jak również kształtowania się wielkości stóp dywidend i wypłaty dywidend. Przyczyną tego pozytywnego zjawiska był wzrost liczby przedsiębiorstw z rynku alternatywnego, które zdecydowały się na wypłatę właścicielom kwoty zysku netto osiągniętego w wyniku podjętych wcześniej programów rozwojowych sfinansowanych środkami kapitałowymi pozyskanymi z rynku. Należy dodatkowo nadmienić, że trend wskaźnika pokrycia dywidend zyskiem netto praktycznie nie zmieniał się w analizowanym okresie, co oznacza, że objęte badaniem jednostki cechują się jasno określoną polityką wypłacania dywidend i przeznaczają stałą część wypracowanego zysku na rzecz właścicieli. Świadczy to również o tym, że przynajmniej ta część zbiorowości spółek rynku NC, która na bieżąco dzieli się wynikami finansowymi z inwestorami, charakteryzuje się stabilną wewnętrzną sytuacją ekonomiczną. Prawdopodobnie jednostki te zakończyły już okres dynamicznego, lecz ekstensywnego rozwoju i przeszły do fazy dojrzałości oraz wzrostu bardziej intensywnego (efektywnościowego). Wypłacane

przez nich dywidendy mogą stać się zapowiedzią realizacji planu podnoszenia wartości akcji celem późniejszego przeniesienia ich notowań z ASO na główny rynek GPW. Spółki te mogą zostać zatem zakwalifikowane do tych jednostek rynku kapitałowego, które potrafią połączyć wysokość wypłacanych dywidend ze strategią tworzenia potencjału umożliwiającego dalszy wzrost, w tym przyrost wartości.



Rysunek 1. Trend kształtowania się w latach 2008–2012 wielkości wskaźników wypłaty dywidend dla spółek rynku NC

Źródło: opracowanie własne.

Interesujące obserwacje w zakresie polityki wypłat dywidend realizowanej przez analizowaną grupę przedsiębiorstw można poczynić, porównując ze sobą obliczone dla wybranych parametrów ich tendencje centralne. Średnie wielkości wskaźników wypłaty dywidend są wyższe od ich median, co oznacza prawostronnie asymetryczny rozkład zmiennych i wskazuje na większą liczbę spółek wypłacających niższe dywidendy. Z kolei średnia wielkość wyznaczonych wskaźników dywidendowych jest bliska wielkości ich kwartyli trzeciego, co wskazuje, że jedna czwarta badanych jednostek wypłaca relatywnie bardzo wysokie dywidendy, których łączna kwota jest praktycznie równa wartości dywidend wypłacanych przez pozostałe 75% analizowanej zbiorowości.

Podsumowując wyniki analizy wypłat dywidend przez jednostki notowane na polskim rynku ASO, należy dodać, że w pełnym rozpatrywanym okresie przeciętnie jedno przedsiębiorstwo dywidendowe wypłaciło w dywidendzie prawie 1,45 mln zł i poświęciło na to nieco ponad 87% osiągniętego zysku, a kwota wypłat stanowiła około 6% jego wartości rynkowej.

W badanej zbiorowości spółek rynku NC można wskazać również dwanaście jednostek, które cyklicznie wypłacały dywidendy w okresie notowania akcji w ASO. Z informacji podanych w serwisie internetowym www.newconnet.info wynika, że w grupie spółek rynku NC regularnie wypłacających dywidendy można zaobserwować podobne trendy kształto-

wania się wskaźników dywidendowych, jak również w całej badanej zbiorowości. Jedynie pojedyncze przedsiębiorstwa realizują politykę tzw. lepszych czy sztywnych dywidend i utrzymuje stały poziom DPS. Średnio w całej grupie jednostek z cykliczną dywidendą wysokość DPS jest niewielka i wynosi przeciętnie rocznie około 40 gr. Spółki cyklicznie płacące dywidendy osiągają stopę wypłaty na poziomie około 65%, która jest zbliżona do wielkości mediany tego miernika obliczonej dla pełnej badanej zbiorowości przedsiębiorstw dywidendowych z rynku NC. Z kolei stopa dywidendy wynosi średnio około 6,5% i jest podobna do stopy dywidendowej wszystkich spółek rynku NC dzielących się z akcjonariuszami osiąganymi zyskami.

2. Wyodrębnienie i ocena czynników determinujących wysokość wypłacanych dywidend przez spółki rynku NewConnect

W badaniu polityki wypłat dywidend realizowanej przez spółki notowane na rynku NC wykorzystano zarówno absolutne, jak i relatywne wielkości finansowe. Przyjęto zasadę jednorocznego opóźnienia czasowego wysokości danej zmiennej objaśniającej w stosunku do zmiennej objaśnianej. Zmiennymi objaśnianymi były zarówno kwota wpłaconej w danym roku dywidendy (DIV), jak i wskaźniki poziomu dywidend badanych spółek, takie jak stopa dywidendy (DY) i stopa wypłaty dywidendy (DPR). Procedura badawcza została oparta na metodologii przekrojowo-czasowej, czyli na rozpatrzeniu całego zestawu obserwacji (N = 94) wszystkich spółek, które wypłaciły dywidendy w pełnym okresie funkcjonowania na rynku NC, tj. w latach 2008–2012. Badanie polegało na ustaleniu stopnia zależności pomiędzy czynnikami determinującymi wypłatę dywidend a wypłaconą jej wartością i wskaźnikami poziomu dywidend, zostało uzupełnione odpowiednimi statystykami opisowymi wszystkich zmiennych wykorzystanych w analizie wypłat dywidend przez zbiorowość spółek rynku NC.

W pierwszym etapie badania przeprowadzono analizę wybranych czynników ekonomiczno-finansowych determinujących absolutną wysokość kwoty wypłacanych dywidend oraz wskaźników relacyjnych związanych z tym zjawiskiem. W badaniu przyjęto, że wartość dywidend wypłaconych w danym roku będzie opisana kształtowaniem się poziomu wybranych, fundamentalnych i absolutnych wielkości finansowych osiągniętych przez badane jednostki w roku wcześniejszym. Za zmienne objaśniające kwotę wypłaty dywidendy (DIV) przyjęto: przychody netto ze sprzedaży (S), zysk operacyjny zwiększony o amortyzację (EBITDA), zysk netto (EAT), aktywa ogółem (A), kapitał własny (BV) oraz operacyjne przepływy pieniężne (OCF). W tabeli 4 podano statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych na tym etapie badania, a w tabeli 5 obliczone korelacje pomiędzy zmiennymi.

Z przeprowadzonej obserwacji statystycznej zależności między wysokością dywidend wypłaconych w danym roku i kształtowaniem się wybranych wielkości finansowych osiągniętych przez zbiorowość badanych przedsiębiorstw w roku wcześniejszym wynika, że poziom dywidend jest silnie skorelowany z kwotą zysków osiąganych przez spółki z rynku NC, co jest oczywiście zależnością naturalną. Przy przyjętym poziomie ufności ($\alpha = 0,05$) istotne zależności statystyczne można wskazać również dla wartości przychodów ze sprzedaży i operacyjnych przepływów pieniężnych. W mniejszym stopniu dywidendy wypłacane przez jednostki znajdujące się w fazie rozwoju korelują z finansowymi kategoriami zasobowymi, jakimi są stan aktywów oraz wartość bilansowa (księgową) kapitału własnego. Można zatem wysnuć wniosek, że potencjał dywidendowy badanej grupy przedsiębiorstw zależy nie tyle od wielkości zasobów, ile przede wszystkim od sprawności i efektywności ich zagospodarowania.

Tabela 4

Statystyki opisowe zmiennych opisujących wartość wypłaconych dywidend przez spółki rynku NewConnect (dane w mln zł)

Dane finansowe	Kwartył 1	Mediana	Kwartył 3	Średnia
DIV – zmienna objaśniana	0,32	0,69	1,67	1,44
Zmienne objaśniające:				
S	6,13	19,10	45,88	33,21
EBITDA	0,50	1,40	3,50	2,57
EAT	0,82	1,36	3,42	2,65
A	6,55	16,25	29,35	39,15
BV	4,13	8,63	16,39	25,02
OCF	0,10	1,00	2,50	2,46

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 5

Macierz współczynników korelacji liniowej Pearsona między zmiennymi opisującymi wysokość wypłaconych dywidend przez spółki rynku NewConnect

	DIV	S	EBITDA	EAT	A	BV	OCF
DIV	1,0000						
S	0,2948	1,0000					
EBITDA	0,4518	0,3909	1,0000				
EAT	0,6670	0,3168	0,7747	1,0000			
A	0,2875	0,3247	0,6191	0,6279	1,0000		
BV	0,2367	0,2791	0,4814	0,5304	0,9625	1,0000	
OCF	0,3403	0,1890	0,6376	0,5887	0,7160	0,5756	1,0000

Źródło: obliczenia własne.

Twierdzenie to wymaga weryfikacji poprzez ocenę zależności wskaźników wypłaty dywidend od kształtowania się wielkości wybranych relacyjnych mierników finansowych. W związku z tym na dalszym etapie badania sprawdzono stopień korelacji między stopą dywidend (DY) i stopą wypłaty dywidend (DPR) (zmienne objaśniane) oraz wskaźnikami rentowności netto (ROS), stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE), stopy zwrotu z aktywów (ROA), wydajności gotówkowej sprzedaży (OCF/S), wydajności gotówkowej aktywów (OCF/A), obrotowości aktywów (AT) oraz wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (D/BV) (zmienne objaśniające). Stosowne statystyki opisowe dla wskazanych zmiennych podano w tabeli 6, a obliczone współczynniki korelacji liniowej w tabeli 7.

Tabela 6

Statystyki opisowe zmiennych opisujących wskaźniki wypłat dywidend dla spółek rynku NewConnect

Dane finansowe	Kwartył 1	Mediana	Kwartył 3	Średnia
Zmienne objaśniane:				
DY	0,0138	0,0330	0,0800	0,0597
DPR	0,2649	0,5115	0,8833	0,8718
Zmienne objaśniające:				
ROS	0,0365	0,0920	0,1999	0,3757
ROE	0,0858	0,1792	0,3211	0,0780
ROA	0,0555	0,1842	0,1044	0,1326
OCF/S	0,0086	0,0754	0,1712	0,2662
OCF/A	0,0086	0,0750	0,2105	0,1122
AT	0,7325	1,2043	2,2025	1,6512
D/BV	0,0000	0,0099	0,1414	0,1275

Źródło: obliczenia własne.

Obliczone zależności między wskaźnikami polityki wypłat dywidend i wybranymi miernikami finansowymi wskazują, że w zbiorowości spółek fazy rozwoju zachodzi dość interesujące zjawisko. Przede wszystkim malejąca rentowność badanych jednostek wpłynęła w rozpatrywanym czasie na wzrost wysokości wypłacanych dywidend w przeliczeniu na wartość rynkową akcji oraz w stosunku do kwoty osiąganego zysku netto. Ujemne współczynniki korelacji można w tym przypadku zinterpretować faktem, że przy malejącej zyskowości spółki mimo wszystko decydowały się na wypłatę dywidend w celu przekazania inwestorom i właścicielom pozytywnego sygnału o zachowywaniu bezpiecznej, endogenicznej sytuacji ekonomicznej, co powinno znaleźć późniejsze odzwierciedlenie we wzroście wartości rynkowej akcji.

Tabela 7

Macierze korelacji liniowej Pearsona między wskaźnikami dywidend i wybranymi miernikami finansowymi

	DY	ROS	ROE	ROA	OCF/S	OCF/A	AT	D/BV
1	2	3	4	5	6	7	8	9
DY	1,0000							
ROS	-0,0499	1,0000						
ROE	-0,0335	0,5850	1,0000					
ROA	0,2314	0,1688	-0,0041	1,0000				
OCF/S	-0,0063	0,4971	0,9125	0,0716	1,0000			
OCF/A	0,1215	0,0145	0,0605	0,4501	0,2367	1,0000		
AT	0,2768	-0,2364	-0,1280	0,0513	-0,1483	0,0283	1,0000	
D/BV	-0,0967	-0,0462	-0,0495	-0,1944	-0,0588	-0,0916	-0,0801	1,0000
	DPR	ROS	ROE	ROA	OCF/S	OCF/A	AT	D/BV
DPR	1,0000							
ROS	-0,1111	1,0000						

1	2	3	4	5	6	7	8	9
ROE	-0,0443	0,5850	1,0000					
ROA	-0,2360	0,1688	-0,0041	1,0000				
OCF/S	-0,0547	0,4971	0,9125	0,0716	1,0000			
OCF/A	-0,1299	0,0145	0,0605	0,4501	0,2367	1,0000		
AT	0,1532	-0,2364	-0,1280	0,0513	-0,1483	0,0283	1,0000	
D/BV	-0,1067	-0,0462	-0,0495	-0,1944	-0,0588	-0,0916	-0,0801	1,0000

Źródło: obliczenia własne.

Pozytywna korelacja zachodzi również między stopami dywidend i ich wypłat a wskaźnikiem efektywności gospodarowania aktywami ogółem (AT). Zjawisko to należy ocenić pozytywnie, szczególnie z punktu widzenia bieżących i przyszłych interesów właścicieli. Kapitał zaangażowany w aktywa, którym w przypadku badanej zbiorowości przy niskim średnim wskaźniku zadłużenia D/BV są głównie fundusze własne, jest nie tylko efektywnie wykorzystany, lecz także generuje akcjonariuszom korzyść finansową w postaci wypracowania wolnych środków finansowych umożliwiających otrzymywanie dywidend. Uogólniając, można stwierdzić, że spółki fazy wzrostu i rozwoju, które alokowały kapitały pozyskiwane z rynku NC w efektywne i wydajne składniki majątku, uzyskały również silny potencjał do wypłaty dywidend.

3. Wpływ wypłaty dywidend na wartość rynkową spółek rynku NewConnect

Po wyodrębnieniu determinant wysokości wypłat dywidend i ustaleniu siły ich wpływu na oceniane zjawisko w dalszej części badania sprawdzono, czy istnieje wpływ wysokości wypłaconej dywidendy i współczynników wypłaty na wycenę przez rynek wartości kapitału własnego zbiorowości badanych przedsiębiorstw. W tym celu ustalono modele regresji liniowej między dwiema zmiennymi. Weryfikowano każdorazowo parę hipotez o istności zarówno parametru regresji, jak i całego modelu, tj. hipotezę zerową $H_0: \beta_1 = 0$ wobec hipotezy alternatywnej $H_1: \beta_1 \neq 0$. Odrzucenie hipotezy zerowej na rzecz hipotezy alternatywnej oznaczało, że istnieje statystycznie istotny związek liniowy między zmienną objaśnianą i objaśniającą. Hipotezę istotności parametru regresji oceniono tradycyjnie testem *t*-Studenta, natomiast całego modelu statystyką *F* Fishera–Snedecora. Obliczane było również prawdopodobieństwo testowe modelu (*p-value*), które było porównywane z ustalonym poziomem istotności $\alpha = 0,05$. Gdy prawdopodobieństwo testowe modelu było mniejsze od przyjętego poziomu istotności, odrzucano wówczas hipotezę zerową na rzecz hipotezy alternatywnej, a więc ustalony model stawał się wtedy statystycznie istotnym.

W tabeli 8 podano zarówno równania regresji liniowej, jak i statystyki modeli kształtowania się współczynnika „cena do wartości księgowej” (P/BV) jako zmiennej zależnej od poziomu kwoty wypłaconej dywidendy (DIV), stopy wypłaty dywidend (DPR) oraz stopy dywidend (DY) badanych spółek rynku NC.

Tabela 8

Modele regresji liniowej wpływu wysokości wypłat dywidend na wartość rynkową spółek rynku NC

Model I:			Model II:			Model III:		
P/BV a wysokość wypłaconej dywidendy (DIV)			P/BV a wysokość stopy wypłaty dywidend (DPR)			P/BV a wysokość stopy dywidend (DY)		
P/BV = -131,39 + 147,56 × DIV			P/BV = 95,97 – 15,79 × DPR			P/BV = 95,062 – 224,69 × DY		
(-1,49) (4,12)			(-1,009) (-0,25)			(-1,49) (4,12)		
<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²
0,0000	3,9468	15,88%	0,8018	0,0634	0,071%	0,8432	0,0394	0,04%
<i>p</i> -value jest mniejsze od przyjętego α, tym samym H ₀ należy odrzucić, a więc model jest statystycznie istotny			Nie ma podstaw do odrzucenia H ₀ , a więc model jest statystycznie nieistotny			Nie ma podstaw do odrzucenia H ₀ , a więc model jest statystycznie nieistotny		

Źródło: obliczenia własne.

Z zestawienia funkcji regresji wynika, że jedynie kwota wypłacanych przez spółki dywidend ma pewien wpływ na wycenę przez rynek wartości ich kapitału własnego. W zbiorowości badanych jednostek wartość dywidend może w stopniu równym blisko 16% opisać średni poziom ukształtowanego w danym okresie współczynnika P/BV. Statystycznie nieistotne okazały się próby wyodrębnienia modeli regresji liniowej uzależniających wartość rynkową kapitału własnego analizowanych spółek fazy rozwoju, czy to od poziomu stopy wypłaty dywidend, czy od stopy dywidend.

4. Analiza zależności między dywidendą i wskaźnikami jej wypłaty a wybranymi determinantami finansowymi

Jednym z celów badawczych było wykazanie zależności liniowej pomiędzy wynikami finansowymi osiągniętymi w danym roku przez analizowane spółki fazy rozwoju i wysokością dywidendy wypłaconej w roku następnym. Za narzędzie badawcze przyjęto model regresji liniowej.

Do wyjaśnienia absolutnej wartości dywidend wypłacanych przez badane przedsiębiorstwa wykorzystano odrębnie następujące wielkości finansowe, jak przychody ze sprzedaży (S), zysk operacyjny zwiększony o amortyzację (EBITDA), zysk netto (EAT), aktywa (A) i logarytm naturalny ich wartości (opisuje wielkość spółki), wartość księgową kapitału własnego (BV) oraz operacyjne przepływy pieniężne (OCF). Istotne statystycznie dla badanej zbiorowości przedsiębiorstw okazały się modele zależności między kwotą dywidend wypłacanych w danym roku i wszystkimi wybranymi absolutnymi wielkościami finansowymi z roku wcześniejszego, co zaprezentowano w tabeli 9.

Tabela 9

Modele regresji liniowej wpływu wybranych absolutnych wielkości finansowych na wysokość wypłat dywidend przez spółki rynku NC

Model I:			Model II:			Model III:		
Dywidenda (DIV) a przychody ze sprzedaży (S)			Dywidenda (DIV) a EBITDA			Dywidenda (DIV) a zysk netto (EAT)		
$DIV_t = 0,9737 + 0,0142 \times S_{t-1}$ (3,7856) (2,9272)			$DIV_t = 0,73 + 0,2779 \times EBITDA_{t-1}$ (3,0509) (4,8045)			$DIV_t = 0,3114 + 0,4267 \times EAT_{t-1}$ (3,7856) (2,9272)		
<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²
0,0043	8,5686	8,69%	0,0000	23,0834	20,41%	0,0000	72,1181	44,5%

Model IV:			Model V:			Model VI:		
Dywidenda (DIV) a aktywa (A)			Dywidenda (DIV) a wielkość spółki (lnA)			Dywidenda (DIV) a kapitał własny (BV)		
$DIV_t = 1,1889 + 0,0065 \times A_{t-1}$ (5,3950) (2,848)			$DIV_t = -0,4783 + 0,703 \times \ln A_{t-1}$ (-1,0231) (4,4997)			$DIV_t = 13,4687 + 8,00 \times BV_{t-1}$ (1,5804) (2,3113)		
<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²
0,0055	8,1114	8,27%	0,0000	20,2474	18,37%	0,0231	5,3425	5,6%

Model VII:		
Dywidenda (DIV) a operacyjne przepływy pieniężne (OCF)		
$DIV_t = 1,2059 + 0,0966 \times OCF_{t-1}$ (5,7562) (3,4329)		
<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²
0,0009	11,7845	11,58%

Źródło: obliczenia własne.

Z modeli przedstawionych w tabeli 9 wynika, że wysokość dywidend wypłacanych przez spółki fazy rozwoju notowane w ASO jest w największym stopniu zdeterminowana wartościami zysku netto i EBITDA osiągniętymi w poprzednim okresie, wielkością spółki mierzonej logarytmem naturalnym jej aktywów³ oraz wypracowanymi operacyjnymi przepływami gotówki. W zdecydowanie mniejszym stopniu wysokość dywidend jest zdeterminowana przychodami ze sprzedaży osiąganymi przez spółkę, wartością bilansową aktywów oraz wartością księgową kapitału własnego.

Na koniec badania podjęto próbę weryfikacji modelami regresji liniowej zależności między stopami dywidendy (DY) i wypłaty dywidendy (DPR) dla zbiorowości spółek rynku NC a wielkościami wybranych, relatywnych wskaźników finansowych. Dla obu parametrów dywidendowych, które zostały obrane jako zmienne zależne, przyjęto ten sam zestaw zmiennych niezależnych, którymi były mierniki: rentowności netto (ROS), stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) i aktywów (ROA), obrotowości aktywów (AT), wydajności gotówkowej sprzedaży (OCF/S), wydajności gotówkowej aktywów (OCF/A) oraz zadłużenia kapitału własnego (D/BV). Na podstawie pełnych danych zebranych dla całej zbiorowości spółek

³ Większe i prawdopodobnie w związku z tym bardziej rozwinięte spółki wypłacają większe kwoty dywidend, gdyż charakteryzują się także większymi możliwościami do ich wypłaty (mają wyższy potencjał dywidendowy).

poddanych badaniu można było wyodrębnić statystycznie istotne modele regresji liniowej jedynie dla następującego zestawienia zmiennych zależnych i niezależnych:

- stopa dywidendy (DY) i stopa zwrotu z aktywów (ROA) oraz obrotowość aktywów (AT);
- stopa wypłaty dywidendy (DPR) i stopa zwrotu z aktywów (ROA).

W tabeli 10 zostały podane wyznaczone funkcje regresji liniowej zależności stóp wypłat od kształtowania się wielkości tych wskaźników finansowych, których poziom determinuje politykę dywidendową spółek fazy rozwoju notowanych na rynku NC.

Tabela 10

Modele regresji liniowej wpływu wysokości wybranych wskaźników finansowych na stopę dywidendy lub/i stopę wypłaty dywidend

Model I:			Model II:			Model III:		
Stopa dywidend (DY) a obrotowość aktywów (AT)			Stopa dywidendy (DY) a stopa zwrotu z aktywów (ROA)			Stopa wypłaty dywidend (DPR) a stopa zwrotu z aktywów (ROA)		
$DY_t = 0,04 + 0,012 \times AT_{t-1}$ (3,973) (2,7733)			$DY_t = 0,0392 + 0,1544 \times ROA_{t-1}$ (3,4138) (2,2567)			$DPR_t = 1,223 - 2,718 \times ROA_{t-1}$ (5,282) (-2,175)		
<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²	<i>p</i> -value	Statystyka <i>F</i>	<i>R</i> ²
0,0076	7,4707	7,66%	0,0265	5,0925	5,36%	0,0322	4,7325	5,00%

Źródło: obliczenia własne.

Z zestawienia funkcji regresji obliczonych na podstawie danych ze zbiorowości badanych przedsiębiorstw wynika, że na wysokość wskaźników wypłat dywidend realizowanych przez rozwijające się polskie spółki kapitałowe pewien wpływ, choć o niewysokim współczynniku determinacji, ma efektywność gospodarowania zgromadzonymi zasobami majątku oraz stopa zwrotu osiągnana z wykorzystania aktywów. Zwiększając stopę ROA oraz wielkość wskaźnika AT, m.in. poprzez aktywne zarządzanie majątkiem (np. poprzez poprawę rotacji składnikami aktywów obrotowych), zarządy spółek mogą sygnalizować właścicielom wzrost pojemności dywidendowej danego przedsiębiorstwa, a akcjonariusze będą się spodziewać w konsekwencji wyższych wypłat dywidend lub co najmniej ich stabilizacji.

Podsumowanie

Największym problemem ASO w Polsce jest brak płynności. Mimo że GPW wprowadziła w 2012 r. kilka istotnych zmian zwiększających przejrzystość rynku NC, obroty są na nim coraz mniejsze. Jednym z czynników, który potencjalnie może zwiększyć zainteresowanie inwestorów tym segmentem rynku kapitałowego, jest wzrost liczby spółek wypłacających dywidendy. Inwestorzy zaczną wtedy upatrywać możliwości otrzymania oczekiwanych stóp zwrotu nie tyle obliczonych z trudno osiągalnych w tym przypadku dochodów kapitałowych, ile przede wszystkim z dywidend. Przyjmując dodatkowo fakt rosnącej liczby podmiotów notowanych na NC, należy podkreślić, że dywidenda wypłacana akcjonariuszom może nie tylko świadczyć o dobrej kondycji spółki giełdowej, lecz także przyciągnąć uwagę inwestorów na dłuższy czas.

W związku z tym warto ocenić było określenie fundamentalnych czynników determinujących pojemność dywidendową rozwijających się spółek notowanych na rynku NC. Wielkość dywidend w zbiorowości rozwijających się przedsiębiorstw zależy w głównej mierze

od efektywności czy sprawności zagospodarowania posiadanych zasobów majątkowych oraz długoterminowej wydajności aktywów w generowaniu zysku netto – źródła potencjalnej dywidendy. Większy wpływ na politykę dywidendową spółek fazy rozwoju mają zatem determinanty o charakterze inwestycyjno-finansowym. Mniejsze znaczenie odgrywają natomiast czynniki operacyjne, np. wysokość przychodów ze sprzedaży i tempo ich wzrostu.

Na zakończenie należy stwierdzić, że nieco inaczej niż w grupie dojrzałych przedsiębiorstw w zbiorowości młodych, dynamicznie rozwijających się spółek giełdowych wysokość wypłacanych dywidend nie ma istotnego wpływu na ich wartość rynkową. Prawdopodobnie na tę wartość oddziałują inne czynniki, głównie o charakterze strategicznym, związane z długoterminową efektywnością wzrostu i rozwoju oraz perspektywami dalszego działania i utrzymywania właściwej pozycji w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu gospodarczym.

Literatura

- Block S.B., Hirt G.A. (1987), *Foundations of Financial Management*, Irwin, Homewood.
- Golec M. (1996), *Dywidenda, wiedzieć jak*, Centrum Rozwoju Rachunkowości i Finansów, Skierniewice.
- Hawawini G., Viallet C. (2007), *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa.
- Jabłoński B. (2009), *Dywidendy w spółkach*, „Gazeta Bankowa” nr 35 (1087).
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- www.indexcab.com
- www.newconnet.info

DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT POLICY BY STOCK COMPANIES IN THE EARLY DEVELOPMENT STAGE OF BUSINESS LIFE CYCLE

Abstract: The article is an attempt to assess dividend payout policy realized by the stock companies, which are in entry, growth and development stage of the business life cycle, and are listed in the Polish alternative trading system. The study is focusing on identifying the main financial or economical determinants which can be taken into account by shareholders and managers for dividend payouts decision. Empirical analysis was based on the statistical and econometric models. Main empirical data was collected from the public stock companies listed on the NewConnect (the Alternative Trading System carried on by the Warsaw Stock Exchange).

Keywords: dividend payout policy, alternative trading system, NewConnect, Warsaw Stock Exchange

Translated by Piotr Szczepankowski