

**Mirosław Wypych\***

## **Ekonomiczna wartość dodana w spółkach płacących dywidendy**

### **Wstęp**

Pomnażanie kapitału wniesionego do spółki przez inwestora dokonuje się m.in. przez wypłatę dywidend. Płacenie dywidend stanowi rezultat podejmowanych w spółce decyzji dotyczących podziału zysku netto. Oznacza to, że wypłata dywidendy i jej wysokość zależą od wygenerowanego przez spółkę zysku netto. Z punktu widzenia posiadaczy akcji zainteresowanych wypłatą dywidend istotne znaczenie ma więc ocena dokonań spółki przez pryzmat wyniku finansowego netto, który jest miernikiem księgowym. W praktyce coraz częściej ocena dokonań przedsiębiorstw, zwłaszcza spółek giełdowych, opiera się na koncepcji zarządzania wartością. Zgodnie z najbardziej spopularyzowaną wersją tej koncepcji, źródłem wzrostu wartości jest tzw. ekonomiczna wartość dodana, będąca odpowiednikiem znanego w teorii ekonomii zysku ekonomicznego. Zysk ekonomiczny informuje, w jakim stopniu spółka kreuje wartość dla właścicieli: ekonomiczna wartość dodana powstaje, jeżeli zwrot z zainwestowanego kapitału jest wyższy niż jego koszt. Interesującym wątkiem badawczym wydaje się rozpatrywanie wypłaty dywidendy nie tylko w kontekście zysku księgowego, ale również i zysku ekonomicznego.

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie: Czy spółki giełdowe wypłacające dywidendy tworzą wartość dodaną? Pozytywna odpowiedź na tak postawione pytanie oznaczałaby, że wypłata dywidendy ma umocowanie zarówno w zysku netto, jak i w aprecjacji zaangażowanego kapitału. Obiektem badania są krajowe spółki giełdowe, które wypłaciły dywidendy w latach 2011--2012. Do opracowania empirycznej części artykułu wykorzystano sprawozdania finansowe z bazy Notoria Serwis oraz informacje zawarte w opracowaniu firmy Value Based Advisors (VBA) [Ekonomiczna Wartość Dodana, 2012].

---

\* Dr hab., Katedra Finansów, Wydział Zarządzania, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, miroslaw.wypych@wp.pl, Ustronie, ul. Chopina 19, 95-073 Grotniki

## 1. Determinanty wypłat dywidend

Pojęcie „dywidendy” nie jest jednoznacznie interpretowane. W ujęciu prawnym to „dochód otrzymywany przez akcjonariuszy, będący wynikiem posiadania przez nich akcji, a stanowiący udział w zysku rocznym spółki akcyjnej, przeznaczonym przez walne zgromadzenia do podziału” [Nowa encyklopedia, 2004, s. 611] lub „korzyść właściciela spółki wynikająca z realizacji praw majątkowych, ustanowionych w kodeksie spółek handlowych oraz uprawnień zawartych w statucie” [Gajdka, Walińska, 1998, s. 267]. Z kolei w ujęciu ekonomicznym dywidendę należy rozpatrywać z jednej strony jako wynagrodzenie dla inwestora za to, że kupił wyemitowane przez spółkę akcje i ponosi ryzyko prowadzonej przez nią działalności, z drugiej zaś jako cenę, którą spółka płaci nabywcy akcji, a więc jest to swoisty koszt korzystania z kapitału wniesionego przez akcjonariuszy [Sierpińska, 1999, s. 56]. To dwoiste spojrzenie na dywidendę stanowi wyraz spełniania przez nią funkcji dochodowo-kosztowej: wypłacona dywidenda jest zarazem dochodem dla akcjonariusza, jak i kosztem dla spółki. Dywidenda spełnia również inne funkcje: informacyjną (oznacza możliwość oceny kondycji finansowej spółki na podstawie realizowanej przez nią polityki dywidend), motywacyjną (tworzenie zachęt do zakupu, trzymania lub sprzedaży akcji przez inwestora) i kontrolną (analiza zdolności spółki do wypełniania powinności wobec właścicieli i wierzycieli) [Duraj, 2002, s. 27-28].

W sensie formalnym podstawowym czynnikiem determinującym wypłatę dywidendy jest generowanie zysku. Punkt odniesienia do naliczania wysokości dywidendy stanowi zysk netto za miniony rok obrotowy. Zgodnie z artykułem 438 § 1 Kodeksu spółek handlowych kwota zysku przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwota ta jest pomniejszana o straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitału zapasowy lub rezerwowe. Oznacza to, że zależność między poziomem dywidendy a poziomem zysku netto za ostatni rok obrotowy nie ma charakteru bezpośredniego.

W sensie ekonomicznym wyznacznikiem wypłaty dywidendy są tzw. wolne strumienie gotówkowe dla akcjonariuszy. Jest to nadwyżka finan-

sowa będąca różnicą między przychodami ze sprzedaży a niezbędnymi wydatkami związanymi z prowadzeniem działalności. Obliczana się ją jako różnicę między przepływami pieniężnymi (zysk netto powiększony o amortyzację) a inwestycjami netto (nakłady w majątek trwały i kapitał obrotowy) i przyrostem zadłużenia netto [Dudycz, 2005, s. 56-57]. Należy więc spojrzeć na zysk jak na źródło finansowania potrzeb inwestycyjnych spółki (w majątek trwały ponad wartość amortyzacji oraz w kapitał obrotowy netto) oraz konieczność spłaty zadłużenia. Zysk netto dopiero po korekcie o te wielkości może zostać rozdysponowany między właścicieli w postaci dywidendy [Wrońska, 2008, s. 38].

Odrębną kategorię finansową są źródła finansowania wypłat dywidend. Obok wolnych strumieni gotówkowych dla akcjonariuszy obejmują również zasoby pieniężne posiadane przez spółkę od początku roku, a także środki pozyskane w drodze emisji nowych akcji. Jeżeli wartość źródeł finansowania jest niższa od dywidendy, spółka musi poszukiwać dodatkowych kapitałów z zewnątrz. Z kolei, gdy wartość wolnych przepływów pieniężnych jest wyższa od kwot przeznaczonych na dywidendy, pojawia się możliwość wykorzystania nadwyżek środków pieniężnych na realizację dodatkowych projektów inwestycyjnych a w przypadku ograniczonej ich dostępności do zwrotu kapitałów w drodze umorzenia akcji.

W decyzjach dywidendowych należy uwzględnić jeszcze jeden aspekt, a mianowicie preferencje inwestorów dotyczące sposobu realizacji oczekiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Sprowadza się to do kwestii: wypłata dywidendy czy oczekiwanie na wzrost kursów akcji. Liczne badania w tym obszarze nie przyniosły rozstrzygających rezultatów. Historycznie pierwszy model polityki dywidendowej opracowany przez Millera i Modiglianiego [Miller, Modigliani, 1961, s. 411-443], mówi, że wartość przedsiębiorstwa nie zależy od sposobu podziału zysku i dla inwestorów nie ma różnicy między dochodowością dywidendy i dochodowością zysków zatrzymanych. Z kolei Gordon [Gordon, 1963, s. 264-265] i Lintner [Lintner, 1962, s. 246-250] wykazali, że inwestorzy wyżej cenią dochody z dywidend niż dochody z zysków zatrzymanych.

## **2. Ekonomiczna wartość dodana jako miernik finansowych dokonań przedsiębiorstwa**

Współcześnie coraz częściej dokonania finansowe przedsiębiorstw oceniane są przez pryzmat wartości. Zarządzanie ukierunkowane na

podnoszenie wartości jest koncepcją zarządzania powstałą na gruncie rosnących wymagań właścicieli co do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstw [Szewc-Rogalska, 2009, s. 361].

Genezy zarządzania wartością należy się doszukiwać w koncepcji dochodu rezydualnego sformułowanej w latach 90. XIX wieku przez Marshalla, zgodnie z którą firma generuje zysk ekonomiczny dopiero po pokryciu kosztu kapitału własnego i obcego. Koncepcja ta była rozwijana przez Millera i Modiglianego (udowodnili, że wartość spółki i oczekiwana przez inwestorów stopę zwrotu określają: dochód ekonomiczny i poziom ryzyka), Rappaporta (wprowadził miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy) oraz Stewarta i Sterna (uznawanych za prekursorów miernika określanego mianem: ekonomiczna wartość dodana) [Szablewski, 2008, s. 2]. Stewart i Stern zdefiniowali ekonomiczną wartość dodaną jako różnicę między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a kosztem kapitału własnego i obcego. Skrót EVA<sup>®</sup> stanowi znak towarowy firmy konsultingowej Stern & Stewart. Miernik ten aktualnie występuje w wielu wersjach, różniących się sposobem określania zysku operacyjnego oraz kosztu kapitału<sup>1</sup>. Wykorzystywany jest nie tylko do oceny rezultatów przedsiębiorstwa, ale także jako podstawa teoretyczna zarządzania jego finansami oraz konstrukcja systemu motywowania menedżerów.

Z definicji wynika, że EVA określa nadwyżkę finansową, która pozostaje w przedsiębiorstwie po odjęciu wyrażonego kwotowo średniego kosztu wszystkich zainwestowanych kapitałów, a więc zarówno kosztu kapitału obcego, jak i kosztu kapitału własnego. Kapitałem są środki udostępniane przedsiębiorstwu za odpłatnością. Zarówno podmioty inwestujące w kapitał własny przedsiębiorstwa, jak i dawcy kapitału obcego oczekują zwrotu z dokonanych inwestycji. Przy obliczaniu ekonomicznej wartości dodanej do kapitałów nie zalicza się zobowiązań krótkoterminowych nieoprocentowanych ani oprocentowanych. Jako argumentację takiego stanowiska przyjmuje się, że środki angażowane w przedsiębiorstwie krótkoterminowo ulegają nieustannym zmianom (rotacji) i trudno jest określić ich poziom dla potrzeb szacowania kosztu kapitału [Helfert, 1994, s. 483; Duliniec, 2001, s. 15].

Podstawę do obliczenia ekonomicznej wartości dodanej stanowi wspomniany wcześniej zysk operacyjny po opodatkowaniu NOPAT, obliczany jako:

<sup>1</sup> Charakterystyka miar zysku ekonomicznego jest zawarta w publikacji [Cwynar, 2010].

$$\text{NOPAT} = [\text{EBIT} \times (1 - d)] \text{ lub } \text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{PD} \quad (1)$$

gdzie:

EBIT — zysk operacyjny,

d — rzeczywista stopa podatku dochodowego,

PD — podatek dochodowy naliczony.

Przy wyznaczaniu NOPAT uwzględnia się podatek faktycznie naliczony, co oznacza, że rzeczywista stopa podatku dochodowego może się różnić od stopy opodatkowania dochodu przedsiębiorstw, zgodnej z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych (przy założeniu, że interesują nas przedsiębiorstwa mające status osoby prawnej).

Formuły wykorzystywane do określenia ekonomicznej wartości dodanej przyjmują następującą postać:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - [\text{SWKK} \times \text{K}] \quad (2)$$

lub

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - [(K_{\text{kw}} \times \text{KW}) + (K_{\text{ko}} \times \text{KW})] \quad (3)$$

gdzie:

K — wartość zainwestowanego kapitału na początku okresu (KW + KO),

KW — wartość księgową kapitału własnego na początku okresu,

KO — kapitał obcy (wartość księgową zobowiązań długoterminowych na początku okresu,

$K_{\text{kw}}$  — koszt kapitału własnego (%),

$K_{\text{ko}}$  — koszt kapitału obcego (%),

SWKK — średni ważony koszt kapitału (%).

Za przyjęciem wartości kapitału z początku okresu przemawia fakt, że jest to kapitał wyjściowy firmy i od umiejętności i sprawności zarządzających nią będzie zależało, ile i jakie źródła finansowania zostaną jeszcze pozyskane w ciągu okresu. Ponadto z punktu widzenia inwestorów jest to kapitał, z którym porównują oni oczekiwane w przyszłości zyski i na tej podstawie podejmują decyzje o pozostawieniu bądź wycofaniu kapitału z przedsiębiorstwa [Dudycz, 2005, s. 152].

W wersji proponowanej przez Sterna i Stewarta dokonywane są korekty danych zawartych w sprawozdawczości finansowej mające na celu zbliżenie zysku NOPAT do płaszczyzny przepływów pieniężnych. Autorzy opracowali łącznie 164 korekty, jednak w praktyce wykorzystuje się w zależności od konkretnych warunków kilkanaście z nich. Korekty

te obejmują m.in.: koszty leasingu operacyjnego i dzierżawy, wydatki na cele badawczo-rozwojowe, wycenę zapasów, odroczone podatki [Ehrbar, 2000, s. 135-136; Helfert, 2004, s. 512]. Oznacza to, że wykorzystując miernik EVA, nie można zastosować gotowych wzorców. Każde przedsiębiorstwo jest odmienne i przy szacowaniu EVA należy uwzględnić strukturę organizacyjną i profil działalności firmy, jej strategię i stosowany system rachunkowości [Paździor, 2008, s. 115].

Mając na względzie subiektywność doboru korekt i sposobów ich przeprowadzania oraz zróżnicowanie informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych, w analizach porównawczych dużych zbiorów przedsiębiorstw należących do różnych branż analitycy rezygnują z dokonywania licznych korekt. W zależności od sposobu określania zysku operacyjnego i wartości kapitałów oraz metod kalkulacji kosztu kapitału miernika EVA może przyjmować różne wartości. Istotne jest natomiast, aby założenia przyjęte w rachunku były merytorycznie poprawne i uwzględniały realia rynkowe. Zdaniem autora wymogi te spełnia sposób podejścia do szacowania EVA przyjęty przez firmę VBA, której wyniki zawarte w publikacji [Ekonomiczna Wartość Dodana, 2012] wykorzystano w empirycznej części niniejszego opracowania.

Przy obliczaniu EVA firma VBA jako kosztu kapitału obcego przyjęła średnie oprocentowanie kredytów złotych w sektorze przedsiębiorstw (6,0% w 2010 r. i 6,8% w 2011 r.). Rozwiązanie takie nie uwzględnia wprawdzie zróżnicowania kosztów pozyskiwania kapitału obcego przez konkretne spółki, jednak jest merytorycznie poprawne. Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw jest dla spółki w miarę obiektywną informacją, pozwalającą na podejmowanie decyzji o zasadności korzystania z finansowania obcego.

Koszt kapitału własnego określono na podstawie modelu CAMP:

$$K_{kw} = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (4)$$

gdzie:

$R_f$  — stopa wolna od ryzyka (średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych): 4,458% w 2010 r. i 4,510% w 2011 r.,

$R_m$  — stopa zwrotu z rynku (roczna stopa zwrotu obliczona na podstawie średniej wartości miesięcznych stóp zwrotu z indeksu WIG za ostatnie 10 lat: w obu okresach wyniosła ona 12,8%,

$\beta$  — współczynnik określający udział ryzyka danej akcji w ryzyku rynkowym (określony na podstawie miesięcznych stóp zwrotu z kursów akcji względem stóp zwrotu z indeksu WIG za okres 10 lat lub krótszy dla spółek notowanych poniżej 10 lat).

Ten sposób podejścia do szacowania kosztu kapitału własnego oznacza, że zwrot, jakiego oczekują akcjonariusze, jest adekwatny do ryzyka, jakie ponoszą. Zwrotu kapitału własnego nie liczy się tylko w stosunku do dywidend, które otrzymują akcjonariusze, lecz pojmuje szerzej — jako całościowy zwrot dla akcjonariuszy. Akcjonariusze, inwestując kapitał, antycypują ten zwrot na przyszły okres, w którym oczekują go uzyskać. Nie ma on więc wyłącznie charakteru historycznego, lecz jest z natury prognostyczny. Wartość tych oczekiwań zależy od zwrotu, jaki akcjonariusze mogą uzyskać na rynku, nie ponosząc żadnego ryzyka, oraz od premii za ryzyko, jakie jest związane z inwestowaniem kapitału [Dudycz, 2005, s. 80).

### **3. Analiza empiryczna relacji między dywidendą a ekonomiczną wartością dodaną**

Badaniu poddano spółki krajowe, które wypłaciły dywidendę w latach 2010 i 2011. Warunek ten spełniały 73 spółki. Należy wyjaśnić, że w 2010 r. dywidendę wypłaciło 135 spółek, natomiast w 2011 r. — 178. Liczba 73 odnosi się więc do spółek, które wypłacały dywidendę w obu okresach. Zestawienie informacji dotyczących poziomu wypłaconych dywidend i ekonomicznej wartości dodanej zawiera tablica 1.

Dane sumaryczne dla całej zbiorowości spółek nie odzwierciedlają dokładnie relacji między dywidendami a ekonomiczną wartością dodaną, ponieważ miernik EVA przyjmuje wartości zarówno dodatnie, jak i ujemne. Dlatego w tabeli dokonano dodatkowego grupowania spółek.

W 2011 r. objęte badaniem spółki przeznaczyły na dywidendy 14,4 mld zł (dywidenda za 2010 r.), natomiast w 2012 r. 19,3 mld zł (dywidenda za 2011 r.). Znaczący wzrost kwoty wypłaconych dywidend (o 34%) częściowo uwarunkowany był utrzymującym się spowolnieniem gospodarczym i związaną z tym ograniczoną dostępnością do atrakcyjnych inwestycji. Ponadto, zysk netto badanych spółek zwiększył się o 63,5%. Poprawa wyników finansowych znajduje również odzwierciedlenie w poziomie ekonomicznej wartości dodanej, która w 2011 r. jest ponad dwukrotnie wyższa w porównaniu z rokiem poprzednim.

**Tablica 1. Dywidendy i ekonomiczna wartość dodana w spółkach płacących dywidendy w latach 2010-2012 (w mln zł)**

Wyszczególnienie	Liczba spółek	Wyplacone dywidendy		Ekonomiczna wartość dodana	
		2011	2012	2010	2011
Spółki ogółem, w tym:	73	14 428	19 319	8 048	16 692
— spółki z dodatnią EVA w latach 2010 i 2011	31	9 319	11 085	10 429	18 242
— spółki z ujemną EVA w latach 2010 i 2011	30	892	2 323	(938)	(1 138)
— spółki z ujemną EVA w 2010 r. i dodatnią EVA w 2011 r.	10	2 254	2 129	(1 853)	631
— spółki z dodatnią EVA w 2010 r. i ujemną EVA w 2011 r.	2	1 963	3 782	410	(1 043)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Ekonomiczna wartość dodana, 2012; Notoria Serwis].

Dodatni poziom ekonomicznej wartości dodanej w obu objętych analizie okresach osiągnęło 31 spółek, w 2010 r. spółek takich było 35, a w 2011 r. — 41. Oznacza to, że dość duża część spółek płacących dywidendy nie generuje dodatniej nadwyżki finansowej w postaci ekonomicznej wartości dodanej — ponad 40% spółek wykazało ujemny poziom EVA w obu latach. Warto zauważyć, że tylko w grupie spółek, które miały dodatnią wartość EVA, zarówno w 2010 r., jak i 2011 r. poziom ekonomicznej wartości dodanej przekracza wartość wypłaconych dywidend. Spółki, które wykazały ujemną wartość EVA w 2010 r., wypłaciły w 2011 r. dywidendy w kwocie 3,146 mln zł, co stanowiło 21,8% poziomu dywidend wypłaconych przez wszystkie spółki objęte badaniem. Rok później wielkości te kształtowały się odpowiednio: 6,106 mln zł i 31,6%.

Obraz relacji między poziomem płaconych dywidend a ekonomiczną wartością dodaną byłby niepełny, gdyby pominięto informacje odnoszące się do konkretnych spółek. W tabeli 2 wymieniono dziesięć spółek, które w latach 2011 i 2012 wypłaciły najwyższe dywidendy. Okazuje się, że udział tych spółek w wartości ogółem wypłaconych dywidend wynosi aż 85%. Najwyższą dywidendę wypłaciła KGHM (w latach 2011-2012 łącznie ponad 8,6 mld zł), która wygenerowała we wskazanym okresie ponad 11,5 mld zł ekonomicznej wartości dodanej. Dodatni poziom EVA w obu latach wypracowało jeszcze 5 innych spółek, w tym 3 banki.



**Tablica 2. Dywidendy i ekonomiczna wartość dodana w wybranych spółkach giełdowych w latach 2010-2012 (w mln zł)**

Spółka	Kwota wypłaconych dywidend		Ekonomiczna wartość dodana	
	2011	2012	2010	2011
BZWBK	584,6	584,6	584,9	608,7
PEKAO	1.784,6	1.412,1	3.775,0	4.380,6
PKOBP	2.475,0	1.587,5	2.130,2	2.683,4
KGHM	2.980,0	5.668,0	2.697,1	8.821,0
SYNTHOS	92,8	661,6	214,3	609,1
ŻYWIEC	667,6	338,9	354,1	288,6
ENEA	194,2	211,9	-332,3	-332,4
PGE	1.215,3	3.421,7	309,6	-920,8
TAURON	262,9	543,3	-92,7	-329,8
TPSA	2.003,5	1.911,6	-1.722,5	312,8
Razem	12.260,5	16.341,2	7.917,7	16.121,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Ekonomiczna wartość dodana, 2012; Notoria Serwis].

Największą rozpiętość między kwotą wypłaconych dywidend a ujemną wartością EVA odnotowały spółki: Telekomunikacja Polska w 2011 r. oraz PGE w 2012 r. Z punktu widzenia relacji między EVA a poziomem płaconych dywidend wymienione w tabeli 2 spółki charakteryzują się korzystnie, zwłaszcza dotyczy to 2012 r., kiedy kwota wypłaconych dywidend była zbliżona do wielkości EVA z 2011 r.

Wzrost wartości EVA, a zwłaszcza wzrost liczby spółek generujących jej dodatnią wartość, może wskazywać na poprawiającą się sytuację na rynku kapitałowym. Pozycja spółek płacących dywidendę na tle ogółu spółek giełdowych pod tym względem przedstawia się korzystnie. W 2011 r. 39% spółek analizowanych przez firmę VBA wykazywało dodatnią wartość EVA, co oznaczało poprawę w stosunku do 2010 r., w którym pozytywną EVA odnotowało 31% spółek. Dla spółek objętych badaniem w niniejszym opracowaniu udziały te są wyższe (47,9% w 2010 r. i 56,2% w 2011 r.).

Odmienny sygnał daje jednak wartość rynkowa (kapitalizacja) spółek i związana z tym stopa zwrotu akcji. O ile w 2010 r. dodatnią stopę zwrotu osiągnęły 52 spółki uwzględnione w badaniu (w 32 przypadkach była to stopa wyższa od stopy zwrotu z WIG), to w 2011 r. dodatnią stopą zwro-

tu mogła się wykazać tylko jedna spółka (Rafamet). Oznacza to, że między EVA a zmianą wartości rynkowej nie występuje wyraźna zależność. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy jest fakt, że przy szacowaniu EVA kapitał jest mierzony według wartości nominalnej, a nie rynkowej. Tymczasem inwestorów nie interesuje wartość księgową kapitałów, lecz ich wartość wyceńniona przez rynek. Koszt kapitału własnego dla potrzeb szacowania EVA jest określany przy uwzględnieniu ryzyka, definiowanego na podstawie wahań kursów akcji w relacji do zmienności indeksu WIG. Analiza relacji między ekonomiczną wartością dodaną a wartością rynkową wykracza poza ramy niniejszego opracowania i może stanowić odrębny wątek badawczy.

## Zakończenie

Tworząc koncepcję zarządzania wartością firmy, poszukuje się odpowiedzi na pytanie, jakie czynniki generują i za pomocą jakich mierników można mierzyć jej wzrost. Podstawą jest teza, że głównym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla właścicieli. Według najszerzej spopularyzowanej wersji tej koncepcji źródłem wzrostu wartości firmy jest przede wszystkim ekonomiczna wartość dodana — EVA. Miernik ten wyraża nadwyżkę, która powstaje, jeżeli zwrot z zainwestowanego kapitału jest wyższy niż jego koszt. Należałoby sądzić, że poziom EVA powinien być skorelowany z wypłatą dywidendy, co oznacza, że wypłata dywidendy miałaby uzasadnienie w przypadku generowania dodatniej EVA. Merytoryczną przesłanką tego sądu jest fakt, że źródłem dochodów firmy, stanowiących podstawę obliczenia zysku operacyjnego, będącego następnie podstawą oszacowania EVA jest cena, jaką płać klienci za nabywany produkt. Proces zarządzania przez wartość zaczyna się od klienta, jest kontynuowany poprzez gospodarowanie aktywami firmy, a kończy na realizacji wartości, która oznacza aprecjację kapitału i wypłatę dywidendy.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że z tak przedstawionym modelem procesu zarządzania wartością w praktyce spotykamy się sporadycznie. Ponad 40% spółek płacących dywidendę wykazuje ujemny poziom EVA, a w większości pozostałych spółek kwota wypłacanych dywidend jest wyższa niż dodatni poziom EVA. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy jest niedocenywanie zysku ekonomicznego jako miary dokonania przedsiębiorstwa zarówno w decyzjach zarządów i akcjonariuszy spółek dotyczących kształtowania polityki dywidend, jak i w decyzjach inwestycyjnych inwestorów giełdowych. Nie bez znaczenia są również niekorzystne obecnie uwarunko-

wania makroekonomiczne prowadzenia działalności gospodarczej i związana z nimi ograniczona podaż atrakcyjnych projektów inwestycyjnych.

## Literatura

1. Baza danych — Notoria On Line, Notoria Serwis, Warszawa.
2. Cwynar A. (2010), *Analiza porównawcza wybranych mierników zysku rezydualnego*, WSiLiZ, Rzeszów.
3. Dudycz T. (2005), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
4. Duraj A.N. (2002), *Czynniki realizacji polityki dywidend przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
5. Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa.
6. Ehrbar A. (2000), *Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa.
7. *Ekonomiczna Wartość Dodana — EVA®. Ranking Spółek Giełdowych 2011.* (2012), Value Based Advisors (VBA) — Notoria Serwis, Wrocław.
8. Gajdka J., Walińska E. (1998), *Zarządzanie finansowe*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
9. Gordon M. (1963), *Optimal investment and financing policy*, „Journal of Finance”, vol. 18, no. 2.
10. Helfert E.A. (1994), *Techniques of financial analysis. A practical guide to managing and measuring business performance*, Irwin, Burr Ridge.
11. Helfert E.A. (2004), *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa.
12. Lintner J. (1962), *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply capital to corporations*, „Review of Economics and Statistics”, vol. 44, no. 3.
13. Miller M.H., Modigliani F. (1961), *Dividend policy, growth and valuation of shares*, „The Journal of Business”, vol. 34, no. 4.
14. *Nowa encyklopedia powszechna PWN* (2004), WN PWN, Warszawa.
15. Paździor A. (2008), *Zysk ekonomiczny a wartość rynkowa spółek giełdowych [w:] Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Politechnika Wrocławska, Wrocław.
16. Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, WN PWN, Warszawa.
17. Szablewski A. (2008), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „e-Finance”, nr 3.
18. Szewc-Rogalska A. (2009), *Kreacja wartości przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 534.

19. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
20. Wrońska E. M. (2008), *Źródła finansowania wypłat dywidend* [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

### Streszczenie

Tradycyjnym kryterium oceny dokonań przedsiębiorstwa jest zysk netto, będący miernikiem księgowym. Coraz częściej do oceny finansowych dokonań przedsiębiorstwa wykorzystywana jest także kategoria zysku ekonomicznego – ekonomiczna wartość dodana, która wyraża nadwyżkę finansową, jaka pozostaje w przedsiębiorstwie po odjęciu kosztu kapitałów zainwestowanych weń. Celem artykułu jest sprawdzenie, w jakim zakresie spółki wypłacające dywidendę generują ekonomiczną wartość dodaną. Obiektem badania są spółki notowane na GPW w Warszawie, które w latach 2010 i 2011 wypłaciły dywidendy. Analiza wykazała, że dodatni poziom ekonomicznej wartości dodanej osiąga niespełna połowa spółek. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy jest niekorzystna sytuacja na rynku kapitałowym i związane z tym duże ryzyko inwestycji w akcje, co przekłada się na relatywnie wysoki koszt kapitału własnego w spółkach.

### Słowa kluczowe

dywidendy, zysk ekonomiczny, spółka giełdowa, koszt kapitału

### Economic Value Added in companies paying dividends (Summary)

The traditional measure of the company's accomplishments net profit, which is the accounting measure. Increasingly, the financial assessment of the achievements of the company is also used category of economic profit - Economic Value Added (EVA). Economic Value Added expresses a financial surplus that remains in the company after deducting the cost of capital invested in the company. The purpose of this article is to ascertain the extent to which the company paying the dividend generate economic value. The object of the survey are companies listed on the Warsaw Stock Exchange, which in the years 2010 and 2011, paid dividends. The analysis showed that the positive economic value added level reaches less than half of the companies. One of the reasons for this is the unfavorable situation on the capital market and the associated high risk of equity investment, which translates into a relatively high cost of equity in companies.

### Keywords

dividends, economic profit, listed company, the cost of capital