

MIECZYŚLAW KOWERSKI

mkowerski@wszia.edu.pl

*Strategia wypłat dywidend niezależnych od zysku za ostatni rok obrotowy. Przykład Grupy Żywiec S.A.*

Dividend Strategy Independent of Profit for the Last Financial Year. An Example of the Żywiec Group S.A.

**Słowa kluczowe:** dywidendowy fundusz rezerwowy; zysk do podziału; model częściowych dopasowań Lintnera

**Keywords:** dividend reserve fund; the profit for distribution; Lintner's partial adjustment model

**Kod JEL:** G35; C2

## Wstęp

Zazwyczaj wypłatę dywidendy w danym roku wiąże się z zyskiem netto osiągniętym w poprzednim roku obrotowym. Natomiast zgodnie z art. 348 § 1 Kodeksu spółek handlowych [Ustawa z dnia 15 września 2000 r.] wielkość dywidendy zależy nie tylko od wyniku finansowego w ostatnim roku obrotowym, ale również od wyników finansowych spółki i dysponowania zyskami we wcześniejszych latach. Na rozwiniętych rynkach finansowych od dawna obserwuje się zjawisko wypłat dywidend z innych niż zysk netto za ostatni rok obrotowy źródeł, a zwłaszcza wypłat pomimo poniesionych strat w ostatnim roku [Kowerski, 2014, s. 199].

Zjawisko wypłat dywidend nie tylko z zysku za ostatni rok obrotowy nabiera również coraz większych rozmiarów na GPW w Warszawie. W 2017 r. 23,6% spółek, które wypłaciły dywidendy, korzystało nie tylko z zysku za 2016 r., przy

czym wypłaty z niepodzielonych zysków i funduszy rezerwowych stanowiły 19,7% wypłaconej dywidendy<sup>1</sup>.

Uzasadnienie takiego zachowania spółek znajduje się w większości teorii i hipotez dywidendowych. Zgodnie z teorią agencji [Jensen, Meckling, 1976; Jensen, 1986] w okresach spowolnienia gospodarczego, kiedy spółkom trudniej jest znaleźć rentowne przedsięwzięcia inwestycyjne, akcjonariusze podejmują uchwały, aby zgromadzone wolne środki wypłacić i nie ryzykować ich „zmarowania” przez zarządy na nierentowne przedsięwzięcia. Takie wypłaty jednocześnie łagodzą konflikt agencyjny.

Wypłaty dywidend przekraczające zysk netto za ostatni rok obrotowy można tłumaczyć także za pomocą teorii dywidend opartej na cyklu życia spółki, która bazuje na założeniu, że wraz z dojrzewaniem spółki jej możliwości generowania gotówki przewyższają możliwości znajdowania rentownych przedsięwzięć inwestycyjnych [Bulan, Subramanian, 2009, s. 211]. Optymalnym rozwiązaniem dla takiej spółki jest wypłata wolnych środków w postaci dywidendy. Dojrzałe spółki, które zgromadziły na kapitałach zapasowych i rezerwowych znaczne środki, aby uniknąć konfliktu agencyjnego, wypłacają „obfite” dywidendy, znacznie przewyższające zysk netto za ostatni rok obrotowy.

Wyjaśnienie zachowań spółek polegających na odchodzeniu od ścisłego wiązania wielkości wypłat z wynikiem finansowym za ostatni rok obrotowy można znaleźć też w sformułowanej przez Lintnera [1956, s. 99] hipotezie o lekkości polityki dywidend. Z badań Lintnera wynika, że będąc przekonanym o tym, iż „rynek premiuje” stabilną stopę dywidendy, zarządzający bardzo niechętnie podejmują decyzje o zwiększaniu stóp dywidend, które mogłyby być w przyszłości zmniejszane, ale również bardzo niechętnie zmniejszają stopy dywidend. „Broniąc” dotychczasowych stóp, wypłacają dywidendy znacznie przekraczające zysk za ostatni rok, a niekiedy dokonują wypłat, mimo że spółka zanotowała w ostatnim roku stratę [DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2008, s. 130]. Podobne uzasadnienie wynika z teorii sygnalizacji. Spółka, płacąc dywidendę przekraczającą zysk za ostatni rok, przekazuje akcjonariuszom sygnał o swojej dobrej sytuacji finansowej.

Na tym tle, zdaniem autora, na szczególną uwagę zasługuje oryginalna strategia stosowana w ostatnich latach przez Grupę Żywiec S.A., która w każdym roku część zysku netto przeznaczają na dywidendowy fundusz rezerwowy (DRF), a jednocześnie dywidendę wypłaca z pozostałej części zysku netto za ostatni rok obrotowy oraz z DRF utworzonego w poprzednim roku, w ten sposób częściowo uniezależniając wypłaty od zysku za ostatni rok obrotowy. Celem artykułu jest szczegółowa analiza tej strategii, pokazanie jej wpływu na uniezależnienie wypłat od zysku za ostatni rok oraz wprowadzenie pojęcia zysku do podziału, który urealnia stopę wypłaty dywidendy i umożliwia formułowanie właściwych wniosków dotyczących strategii dywidendowych na podstawie modelu Lintnera w przypadku spółek płacących dywidendy nie tylko z zysku za ostatni rok.

<sup>1</sup> Wechta [2016, s. 67] nazywa to zjawisko „inflacją wypłat dywidendy”.

## 1. Podmiot i metoda badania

### 1.1. Żywiec – rozwój spółki

Żywiecki browar został założony w 1856 r. przez arcyksięcia A.F. Habsburga i do 1939 r. był własnością rodziny Habsburgów. W 1945 r. przeszedł na własność Skarbu Państwa.

W dniu 31 grudnia 1990 r. browar zarejestrowano jako jednoosobową spółkę Skarbu Państwa pod nazwą Zakłady Piwowskie w Żywcu S.A. W lipcu 1991 r. ponad 97% z 2 tys. akcji firmy sprzedano w ramach oferty publicznej (I emisja). Wartość transakcji wyniosła 15,4 mln zł, a cena IPO to 7,94 zł za akcję. Pierwsze notowanie miało miejsce 24 września 1991 r. z ceną 8,8 zł.

W marcu 1994 r. Z.P. w Żywcu S.A. pozyskały inwestora strategicznego, którym był Heineken International B.V. z Grupy Heineken. W tym celu na podstawie uchwały ZWZA z 28 marca 1994 r. wyemitowano 1000 tys. akcji (II emisja), z których 747 tys. objął Heineken, płacąc po 120 zł za akcję (89,6 mln zł), a 253 tys. objęli pracownicy w ramach prawa poboru (10:1). W dniu 15 września 1994 r. Heineken dokupił na giełdzie 206,9 tys. akcji i uzyskał udział w kapitale akcyjnym 31,8%, stając się największym akcjonariuszem. W dniu 3 sierpnia 1998 r. zarejestrowano kupno na giełdzie przez Heineken kolejnych 546,1 tys. akcji oraz zwiększenie udziału w kapitale akcyjnym do 50%. W dniu 18 listopada 1998 r. ZWZA podjęło uchwałę o wyemitowaniu 953,6 tys. akcji po 463,1 zł (441,6 mln zł) na rzecz Heineken oraz 2453,5 tys. akcji w takiej samej cenie (1136,2 mln zł) na rzecz Harbin BV (III emisja). W tym momencie 43,3% akcji było w posiadaniu Heineken, a właścicielem 38,3% był Harbin. Podstawą podniesienia kapitału była fuzja, do której ostatecznie doszło w grudniu 1998 r., Z.P. w Żywcu S.A. z firmą Brewpole B.V., która była właścicielem browarów w Elblągu, Warce i Leżajsku. W efekcie powstała Grupa Kapitałowa Żywiec S.A.

W dniu 21 sierpnia 2000 r. ZWZA podjęło uchwałę o podniesieniu kapitału o 985,7 tys. akcji po 305 zł (300,6 mln zł), z prawem poboru w stosunku 13:2 (IV emisja). W konsekwencji łączna liczba akcji wyniosła 7392,1 tys., z tego w posiadaniu Heineken 51,6%, a Harbin – 39,5%. W dniu 17 września 2001 r. ZWZA podjęło uchwałę o podniesieniu kapitału o 3942,8 tys. akcji po 166 zł (654,5 mln zł), z prawem poboru w stosunku 15:8 (V emisja). W efekcie łączna liczba akcji wyniosła 11 335,5 tys., z tego w posiadaniu Heineken 61,8%, a Harbin – 31,1%. W dniu 2 września 2005 r. Heineken sprzedał wszystkie akcje swojemu austriackiemu oddziałowi Brau Union AG. W dniu 5 grudnia 2012 r. akcjonariuszem został Yunnan Ltd. poprzez Harbin (36,2%), a 6 czerwca 2014 r. Heineken odkupił akcje Brau Union (65,2%). W dniu 12 kwietnia 2018 r. łącznie na Yunnan (33,20%) i Heineken (65,15%) przypadało 98,35% akcji<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Opracowano na podstawie: [www.bankier.pl/gielda/notowania/akcje/ZYWIEC/akcjonariat].

W momencie prywatyzacji Żywiec posiadał niespełna 8-procentowy (0,9 mln hl) udział w produkującym 11,3 mln hl polskim rynku piwa. W końcu 2016 r. Grupa Żywiec posiadała 27-procentowy udział w rynku wytwarzającym 41,4 mln hl, a więc Żywiec wytwarzał tyle piwa, ile cały polski przemysł w 1990 r. (12-krotny wzrost produkcji) i miał drugi udział w polskim rynku za Kompanią Piwowarską (około 34%) [Beer statistics, 2017].

## 1.2. Metoda badania strategii dywidendowej

Badania przeprowadzono w okresie notowań spółki Żywiec na GPW w Warszawie, tj. w latach 1991–2017. Źródłem danych były przede wszystkim uchwały ZWZA w analizowanym okresie, a także sprawozdania finansowe spółki i dane dotyczące notowań na GPW.

Do analizy wprowadzono pojęcie zysku do podziału (PD), będącego sumą zysku netto za ostatni rok obrotowy (P) i dywidendowego funduszu rezerwowego (DRF). W takiej sytuacji stopę wypłaty dywidendy (DPR) liczone jako:  $DPR = \frac{D}{PD} \cdot 100\%$ . Policzono też wskaźnik  $\frac{D}{P} \cdot 100\%$ , który jest relacją dywidendy do zysku netto za ostatni rok obrotowy.

W analizie wykorzystano model częściowych dopasowań Lintnera (1956), który należy do podstawowego kanonu narzędzi analizy i prognozowania strategii dywidendowych i przyjmuje postać:

$$D_t = \alpha_0 + \alpha_1 D_{t-1} + \alpha_2 P_t + \varepsilon_t$$

gdzie:

$D_t$  – dywidenda wypłacona przez spółkę za rok obrotowy  $t$

$D_{t-1}$  – dywidenda wypłacona przez spółkę za rok obrotowy  $t-1$

$P_t$  – zysk spółki za rok obrotowy  $t$

$\varepsilon_{it}$  – składnik losowy

W prawidłowo oszacowanym modelu Lintnera parametry przyjmują wartości ułamków właściwych. W takiej sytuacji model pozwala obliczyć docelową stopę wypłaty dywidendy:

$$TDPR = \frac{\alpha_2}{1 - \alpha_1}$$

oraz stopę zmiany dywidendy nazywaną szybkością dopasowania:

$$SA = 1 - \alpha_1$$

Obliczone według powyższych wzorów miary powinny być ułamekami właściwymi, przy czym stopę wypłaty często mnoży się przez 100%.

Model Lintnera jest dynamicznym autoregresyjnym modelem z rozkładem opóźnień ARDL(1,0) [Greene, 2003, s. 566–572]. W artykule do szacowania jego parametrów zastosowano podwójną metodę najmniejszych kwadratów (2MKN).

Zarówna dywidenda, jak i zysk zostały przeskalowane przez aktywa ogółem w końcu roku  $t$  oraz przychody ze sprzedaży netto w ciągu roku  $t$ . W ten sposób modelowano dwie zmienne objaśniane:  $DA_t$  – dywidendę wypłaconą przez spółkę za rok  $t$  do aktywów ogółem w końcu roku  $t$  oraz  $DR_t$  – dywidendę wypłaconą przez spółkę za rok  $t$  do przychodów netto w roku  $t$ .

Zmiennymi objaśniającymi były:

1. W modelach zmiennej  $DA_t$ :

$PA_t$  – zysk netto w roku obrotowym  $t$  do aktywów ogółem w końcu roku  $t$ ,

$PDA_t$  – zysk do podziału w roku  $t$  do aktywów ogółem w końcu roku  $t$ ,

$DA_{t-1}$  – dywidenda wypłacona przez spółkę za rok  $t-1$  do aktywów ogółem w końcu roku  $t-1$ .

2. W modelach zmiennej  $DR_t$ :

$PR_t$  – zysk netto w roku  $t$  do przychodów netto w roku  $t$ ,

$PDR_t$  – zysk do podziału w roku  $t$  do przychodów netto w roku  $t$ ,

$DR_{t-1}$  – dywidenda wypłacona przez spółkę za rok  $t-1$  do przychodów netto w roku  $t-1$ .

W prezentowanym badaniu przyjęto następujące instrumenty:

$DBA_t$  – kapitał obcy do aktywów ogółem w końcu roku  $t$ ,

$KA_t$  – kapitalizacja do aktywów w końcu roku  $t$ ,

$VAR_t$  – współczynnik zmienności cen (maksymalna cena w ciągu roku  $t$  - cena na koniec roku  $t$ ) / maksymalna cena w ciągu roku  $t$ ,

$RR_t$  – roczna stopa zwrotu w roku  $t$  (%),

$GDP_t$  – roczne tempo wzrostu PKB w roku  $t$  (%),

$I_t$  – roczna stopa inflacji w roku  $t$  (%).

## 2. Wyniki badania

### 2.1. Wielkość wypłat w latach 1992–2017

W latach 1992–2017 spółka 25 razy wypłaciła dywidendy, najwięcej spośród wszystkich notowanych na GPW<sup>3</sup>. Analizowany okres można podzielić na dwa podokresy. Pierwszy to lata 1992–2002, kiedy spółka wypłacała dywidendy (poza 2002 r.) w postaci części zysku netto za ostatni rok obrotowy. Drugi to lata 2003–2017, kiedy spółka zastosowała strategię wypłat dywidend niezależnych od zysku za ostatni rok obrotowy poprzez wykorzystanie DRF, przy czym mechanizm polegał na wypłacie całego zgromadzonego w poprzednim roku DRF i jednoczesnym zasileniu tego funduszu częścią zysku netto nieprzeznaczonego na dywidendę w danym roku.

<sup>3</sup> Mimo że jest to typowa spółka dywidendowa, nie wchodzi ona – na co zwrócił uwagę jeden z recenzentów – w skład indeksu WIGDiv ze względu na niewielką płynność akcji. Zdaniem autora nie przeszkadza to w analizie oryginalnej strategii dywidendowej tej spółki.

Tab. 1. Strategia wypłat dywidend przez Grupę Żywiec S.A. w latach 2000–2017 (mln zł)

| Rok wypłaty dywidendy | Zysk netto w poprzednim roku obrotowym | Zysk netto do podziału | DRF w dniu ZWZA | Dywidenda |  |       | Przeznaczenie pozostałego zysku netto roku poprzedniego |        |                     | Zaliczka na poczet dywidendy | Relacja dywidendy do zysku netto za poprzedni rok obrotowy (%) | Stopa wypłaty dywidendy (%) |
|-----------------------|--|------------------------|-----------------|-----------|--|-------|---|--------|---------------------|------------------------------|--|-----------------------------|
|                       |  |                        |                 | ogółem    | z zysku netto poprzedniego roku obrotowego | z DRF | ogółem  | na DRF | na kapitał zapasowy |                              |  |                             |
| 2000                  | 124,0                                  | 124,0                  | 0,0             | 16,0      | 16,0                                       | 0,0   | 108,0   | 0,0    | 108,0               | 0,0                          | 12,9   | 12,9                        |
| 2001                  | 35,3                                   | 35,3                   | 0,0             | 18,5      | 18,5                                       | 0,0   | 16,9  | 0,0    | 16,9                | 0,0                          | 52,3   | 52,3                        |
| 2002                  | -10,5                                  | 0,0                    | 0,0             | 0,0       | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0                 | 0,0                          | –  | 0,0                         |
| 2003                  | 72,0                                   | 341,0                  | 269,0           | 226,7     | 0,0  | 226,7 | 72,0  | 72,0   | 0,0                 | 0,0                          | 314,7  | 66,5                        |
| 2004                  | 204,1                                  | 318,5                  | 114,3           | 226,6     | 112,3                                      | 114,3 | 91,8  | 91,8   | 0,0                 | 0,0                          | 111,0  | 71,2                        |
| 2005                  | 277,5                                  | 369,4                  | 91,8            | 340,1     | 248,2                                      | 91,8  | 29,3  | 29,3   | 0,0                 | 0,0                          | 122,5  | 92,1                        |
| 2006                  | 324,2                                  | 353,5                  | 29,3            | 340,1     | 310,8                                      | 29,3  | 13,5  | 13,5   | 0,0                 | 0,0                          | 104,9  | 96,2                        |
| 2007                  | 322,4                                  | 335,9                  | 13,5            | 333,0     | 319,6                                      | 13,5  | 2,8   | 2,8    | 0,0                 | 0,0                          | 103,3  | 99,2                        |
| 2008                  | 392,0                                  | 394,9                  | 2,8             | 386,1     | 383,3                                      | 2,8   | 8,7   | 8,7    | 0,0                 | 0,0                          | 98,5   | 97,8                        |
| 2009                  | 381,0                                  | 389,8                  | 8,7             | 205,4     | 196,7                                      | 8,7   | 184,4   | 184,4  | 0,0                 | 0,0                          | 53,9   | 52,7                        |
| 2010                  | 349,7                                  | 861,7                  | 511,9           | 493,0     | 221,6                                      | 271,4 | 128,1   | 128,1  | 0,0                 | 184,9                        | 141,0  | 57,2                        |
| 2011                  | 371,4                                  | 740,0                  | 368,7           | 667,6     | 299,0                                      | 368,7 | 72,4  | 72,4   | 0,0                 | 205,4                        | 179,8  | 90,2                        |
| 2012                  | 296,6                                  | 369,0                  | 72,4            | 339,0     | 266,5                                      | 72,4  | 30,1  | 30,1   | 0,0                 | 92,4                         | 114,3  | 91,9                        |
| 2013                  | 337,5                                  | 367,6                  | 30,1            | 318,4     | 288,4                                      | 30,1  | 49,1  | 49,1   | 0,0                 | 41,1                         | 94,3   | 86,6                        |
| 2014                  | 254,6                                  | 303,8                  | 49,1            | 184,9     | 135,7                                      | 49,1  | 118,9   | 118,9  | 0,0                 | 51,4                         | 72,6   | 60,9                        |
| 2015                  | 159,8                                  | 343,6                  | 183,8           | 256,8     | 73,0                                       | 183,8 | 86,8  | 86,8   | 0,0                 | 51,4                         | 160,7  | 74,7                        |
| 2016                  | 280,3                                  | 367,1                  | 86,8            | 359,5     | 272,7                                      | 86,8  | 7,6   | 7,6    | 0,0                 | 123,3                        | 128,2  | 97,9                        |
| 2017                  | 300,5                                  | 308,1                  | 7,6             | 297,9     | 290,2                                      | 7,6   | 10,2  | 10,2   | 0,0                 | 113,0                        | 99,1   | 96,7                        |

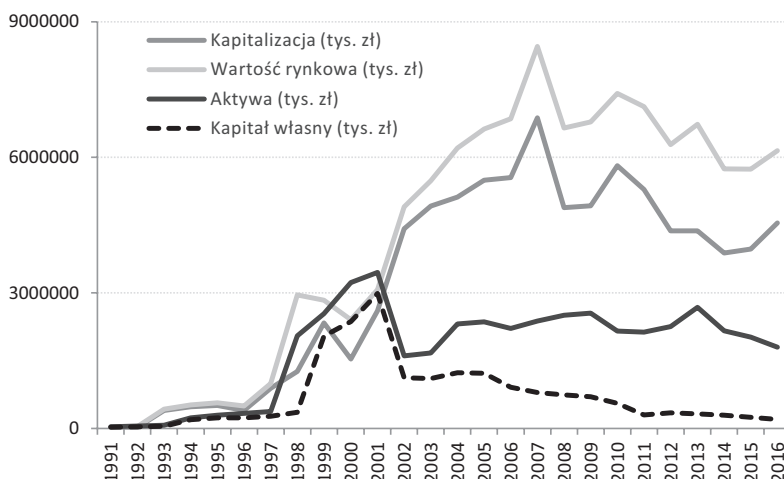
Pogrubienie oznacza przeznaczenie na dywidendę całego DRF.

Źródło: obliczenia własne.

Suma zysków i strat netto, wypracowana przez spółkę w latach 1991–2016, wyniosła 5534,6 mln zł<sup>4</sup>. Za ten okres spółka wypłaciła dywidendy o wartości 5705,8 mln zł, przy czym z tej kwoty Heineken otrzymał 18%, Harbin – 33,7%, a Brau Union – 43,6%. O ile w latach 1992–2002 spółka wypłaciła dywidendy o wartości 157,5 mln zł, co stanowiło 21,7% sumy zysków i strat, o tyle w latach 2003–2017 wypłaciła 5548,3 mln zł dywidend, a więc o 740,3 mln zł (o 15,4%) więcej niż wypracowane w tym czasie zyski. W drugim okresie spółka zatem, oprócz zysków zarobionych w tym czasie, „skonsumowała” wszystkie zyski zarobione i niewypłacone w pierwszym okresie (569 mln zł) i dodatkowo część z 240,5 mln zł przeniesionych do DRF, na podstawie uchwały NWZA z dnia 9 grudnia 2009 r., niepodzielonego wyniku finansowego pochodzącego z zysków wypracowanych przez zależne spółki dystrybucyjne włączone do Grupy. Od 2010 r. spółka zaczęła wypłacać część dywidend w formie zaliczki, co przyspieszyło dopływ środków do akcjonariuszy.

Przyjęta w drugim okresie strategia sprawiła, że relacja dywidendy do zysku za ostatni rok obrotowy przestała spełniać kryteria stopy wypłaty dywidendy – aż 10 razy jej wartość przekroczyła 100%. W tej sytuacji znacznie lepszą miarą są zaproponowana stopa wypłaty dywidendy uwzględniająca fakt korzystania z DRF.

Przyjęta strategia spowodowała spadek w 2002 r. i stabilizację w kolejnych latach wartości aktywów oraz silny spadek kapitałów własnych, a w konsekwencji wzrost zadłużenia. Stopa zadłużenia wzrosła z 13,5% w końcu 2001 r. do 88,8% w końcu 2016 r.

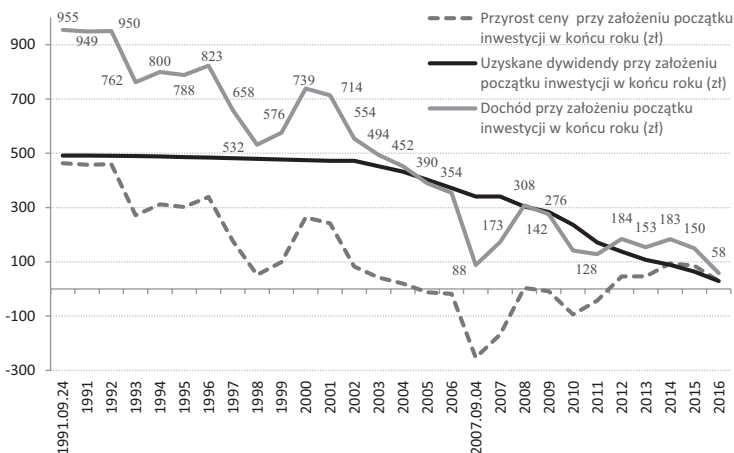


Rys. 1. Zmiany wskaźników finansowo-rynkowych w latach 1991–2016 (ceny bieżące, stan na koniec roku)

Źródło: obliczenia własne.

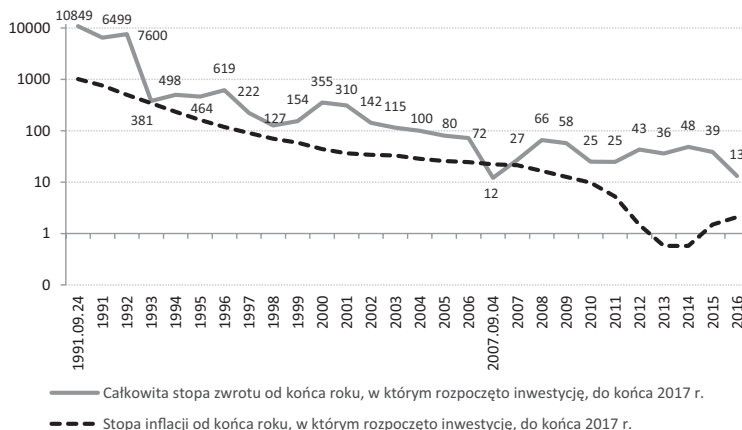
<sup>4</sup> W tym akapicie wszystkie wartości są wyrażone w cenach z 2017 r.

Płacone dywidendy sprawiły, że w całym analizowanym okresie zakup akcji spółki przynosił inwestorom zyski. Akcja zakupiona w końcu dnia, w którym spółka debiutowała (po 14,6 zł), przyniosła inwestorowi w końcu 2017 r. zysk w kwocie 954,7 zł przy stopie zwrotu 10 849%. Nawet zakup akcji po najwyższej zanotowanej cenie (725 zł w dniu 4 września 2007 r.) przyniósł zysk w wysokości 88 zł, chociaż w tym przypadku stopa zwrotu, która wyniosła 12,1%, była niższa od stopy inflacji od chwili zakupu do końca 2017 r., czyli realnie była to strata<sup>5</sup>.



Rys. 2. Dochód w końcu 2017 r. w zależności od momentu inwestycji

Źródło: obliczenia własne.



Rys. 3. Całkowita stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału i stopa inflacji w końcu 2017 r. w zależności od momentu inwestycji (skala logarytmiczna; %)

Źródło: obliczenia własne.

<sup>5</sup> Realne straty przyniosły zakupy akcji po cenie powyżej 665 zł w 2007 r. (takich dziennie było 9).

## 2.2. Modele Lintnera

Obliczone dla lat 1992–2002 współczynniki korelacji liniowej Pearsona (tab. 2) pomiędzy zmiennymi DA i DR oraz odpowiednio PA i PDA, a także PR i PDR okazały się istotne na poziomie 0,003. W latach 2003–2017 tak silna zależność wystąpiła tylko pomiędzy DA i DR a PDA i PDR, co potwierdza uniezależnienie poziomu wypłacanych dywidend od zysku netto za ostatni rok obrotowy na rzecz silnej korelacji z zyskiem do podziału.

Tab. 2. Współczynniki korelacji liniowej mierników dywidend i zysków

|     | 1992–2002       |                 | 2003–2017       |                 |
|-----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|     | DA              | DR              | DA              | DR              |
| PA  | 0,956 (p<0,001) |                 | 0,452 (p=0,092) |                 |
| PDA | 0,955 (p<0,001) |                 | 0,804 (p<0,001) |                 |
| PR  |                 | 0,785 (p=0,003) |                 | 0,585 (p=0,02)  |
| PDR |                 | 0,783 (p=0,003) |                 | 0,858 (p<0,001) |

Źródło: obliczenia własne.

Bardziej szczegółowo powyższą tezę potwierdzają wyniki estymacji modeli Lintnera (tab. 3). Oszacowane na danych z lat 1992–2002 modele zmiennych DA i DR (1 i 2) spełniają zweryfikowane odpowiednimi testami kryteria formalne i pokazują bardzo niską docelową stopę wypłaty dywidendy (odpowiednio 18,1% i 15,5%)<sup>6</sup>. Modele DA i DR względem PA i PR dla lat 2003–2017 (4 i 6) nie spełniają jednego z podstawowych założeń modelu Lintnera; parametry przy zmiennych  $DA_{t-1}$  i  $DR_{t-1}$  są ujemne, a w konsekwencji szybkość dopasowania jest większa od 1. Model 4 nie spełnia także założeń dotyczących braku heteroskedastyczności i autokorelacji. Oba modele charakteryzują się niskim dopasowaniem do danych empirycznych. Diametralnie inaczej jest w przypadku modeli DA i DR względem PDA i PDR dla lat 2003–2017. Spełniają one wszystkie kryteria formalne. Oszacowana na ich podstawie TDPR wynosi 91,3% (model 3) oraz 94,4% (model 5). Oznacza to, że spółka w najbliższej przyszłości zamierza dzielić się z akcjonariuszami niemal całym zyskiem do podziału, a więc zyskiem za ostatni rok obrotowy powiększonym o DRF.

## Podsumowanie

Strategia przeznaczania części zysku netto za poprzedni rok na DRF i jednocześnie wypłacania dywidendy z pozostałej części zysku oraz z DRF utworzonego w poprzednim roku nie jest, jak mogłoby się wydawać, czystym zabiegiem księgowym. W ten sposób spółka uzyskuje większą swobodę w polityce dywidendowej.

<sup>6</sup> Bardzo zbliżone wyniki otrzymano w przypadku modeli względem zmiennych PDA i PDR, co jest efektem różnic w danych tylko w 2002 r. Dlatego tych modeli nie publikowano.

Tab. 3. Wyniki estymacji modeli Lintnera dywidendy do aktywów (DA) oraz dywidendy do przychodów netto (DR) za pomocą 2MNK

| Wyszczególnienie  | 1992-2002       |         |                 |        | 2003-2017       |         |                 |       |        |         |        |        |
|---|-----------------|---------|-----------------|--------|-----------------|---------|-----------------|-------|--------|---------|--------|--------|
|   | DA <sub>t</sub> |         | DR <sub>t</sub> |        | DA <sub>t</sub> |         | DR <sub>t</sub> |       |        |         |        |        |
|   | parametr (stat) | p       | parametr (stat) | p      | parametr (stat) | p       | parametr (stat) | p     |        |         |        |        |
| Stała   | 0,001           | 0,695   | 0,003           | 0,275  | -0,012          | 0,629   | 0,063           | 0,179 | -0,014 | 0,5170  | 0,038  | 0,209  |
| PA <sub>t</sub>   | 0,119           | 0,000   |                 |        | 0,711           | 0,010   |                 |       |        |         |        |        |
| DA <sub>t-1</sub>   | 0,342           | 0,003   |                 |        | 0,241           | 0,008   | -0,016          | 0,915 |        |         |        |        |
| PR <sub>t</sub>   |                 |         | 0,112           | 0,001  |                 |         |                 |       |        |         | 1,750  | 0,002  |
| DR <sub>t-1</sub>   |                 |         | 0,281           | 0,025  |                 |         |                 |       | 0,263  | 0,0100  | -0,807 | 0,046  |
| PDA <sub>t</sub>  |                 |         |                 |        | 0,693           | <0,0001 |                 |       |        |         |        |        |
| PDR <sub>t</sub>  |                 |         |                 |        |                 |         |                 |       | 0,700  | <0,0001 |        |        |
| Test Hausmana. H0: Estymator MNK jest zgodny. Statystyka $\chi^2(1)$                            | 0,320           | 0,572   | 0,270           | 0,601  | 0,210           | 0,645   | 0,65            | 0,422 | 0,220  | 0,6350  | 2,056  | 0,152  |
| Test Sargana H0: wszystkie instrumenty są ważne – uzasadnione. Statystyka $\chi^2(5)$           | 7,100           | 0,214   | 9,530           | 0,090  | 9,550           | 0,145   | 8,92            | 0,178 | 10,520 | 0,1040  | 10,390 | 0,109  |
| Weak instrument test. Statystyka F (6, 2)   | 5047,600        | 10,000* | 1774,500        | 10,000 | 86,000          | 10,0    | 5,1             | 10,0  | 16,500 | 10,0000 | 27,400 | 10,000 |
| Test Pesarana-Taylora. H0: heteroskedastyczność reszt nie występuje. Asymptotyczna statystyka z | 0,310           | 0,755   | 0,800           | 0,426  | 0,830           | 0,407   | 2,66            | 0,008 | 0,150  | 0,8810  | 0,030  | 0,976  |
| Test na normalność rozkładu. H0: składnik losowy ma rozkład normalny. Statystyka $\chi^2(2)$    | 1,210           | 0,546   | 0,870           | 0,647  | 2,690           | 0,261   | 7,87            | 0,020 | 2,400  | 0,3010  | 3,560  | 0,168  |
| Test LM na autokorelację rzędu 1. H0: brak autokorelacji składnika losowego. Statystyka LMF     | 0,510           | 0,506   | 23,050          | 0,005  | 0,030           | 0,862   | 5,68            | 0,036 | 0,080  | 0,7850  | 3,070  | 0,108  |
| Test ARCH dla rzędu opóźnienia 1. H0: efekt ARCH nie występuje. Statystyka $\chi^2(1)$          | 1,340           | 0,247   | 1,550           | 0,212  | 2,070           | 0,150   | 0,27            | 0,602 | 0,010  | 0,9390  | 1,430  | 0,231  |
| Skorygowany R <sup>2</sup>  | 0,904           |         | 0,638           |        | 0,671           |         | 0,077           |       | 0,788  |         | 0,398  |        |
| Docelowa stopa dywidendy (TDPR)   | 18,130          |         | 15,530          |        | 91,330          |         | 69,980          |       | 94,920 |         | 96,830 |        |
| Szybkość dopasowania  | 0,660           |         | 0,720           |        | 0,760           |         | 1,020           |       | 0,740  |         | 1,810  |        |

\* wybrane instrumenty są „mocne”, gdy statystyka F przekracza 10

Źródło: obliczenia własne w programie GRETL.

Współczynnik zmienności wypłaconych przez Żywiec dywidend na akcję był w latach 1992–2017 o 57% wyższy niż współczynnik zmienności zysku na akcję. DRF może zostać wykorzystany w sytuacji gorszych wyników w kolejnym roku. Poza tym DRF jest dobrym sygnałem dla akcjonariuszy, którzy nabywają większej pewności, że spółka wypłaci dywidendę w następnym roku. Jest ona zatem zgodna z teorią sygnalizacji. Spółka zaczęła stosować tę strategię w 2003 r., co zgodnie z dywidendową teorią cyklu życia może oznaczać, że w tym roku spółka weszła w fazę dojrzałości. Strategia ta sprawia jednak szereg kłopotów analitycznych. Jak pokazano w pracy, relacja dywidendy do zysku za ostatni rok nie może być interpretowana jako stopa wypłaty dywidendy. Z kolei oszacowany model Lintnera, w którym zysk za ostatni rok jest zmienną objaśniającą, nie spełnia kryteriów formalnych, a otrzymane parametry nie mają interpretacji ekonomicznej.

Należy zgodzić się z analitykami finansowymi, którzy ostrzegają inwestorów, że wypłaty pomimo strat lub ponad zysk obrotowy za ostatni rok nie mogą być długotrwałe i raczej świadczą o możliwych zaburzeniach długotrwałych procesów rozwojowych spółki. Natomiast to ostrzeżenie nie dotyczy strategii stosowanej przez Żywiec, gdyż w długim okresie kwota wypłacona z DRF może być uzupełniana z zysku za ostatni rok obrotowy.

## Bibliografia

- Beer statistics, *The Brewers of Europe*, Brussels 2017.
- Bulan L., Subramanian N., *The Firm Life Cycle Theory of Dividends*, [w:] H.K. Baker (ed.), *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Hoboken 2009.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J., *Corporate Payout Policy*, "Foundations and Trends in Finance" 2008, Vol. 3(2–3), DOI: <https://doi.org/10.1561/05000000020>.
- Greene W.H., *Econometric Analysis*, Prentice Hall, New York 2003.
- Jensen M.C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, "American Economic Review" 1986, Vol. 76(2).
- Jensen M.C., Meckling W., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, Vol. 3(4), DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Kowerski M., *Uwagi dotyczące sposobu liczenia stopy wypłaty dywidendy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2014, nr 371.
- Lintner J., *Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, "American Economic Review" 1956, Vol. 46(2).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).
- Wechta P., *Strategie dochodowe różnych kategorii podmiotów na rynku kapitalistycznym*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2016.
- [www.bankier.pl/gielda/notowania/akcje/ZYWIEC/akcjonariat](http://www.bankier.pl/gielda/notowania/akcje/ZYWIEC/akcjonariat) [dostęp: 18.02.2018].

**Dividend Strategy Independent of Profit for the Last Financial Year.  
An Example of the Żywiec Group S.A.**

More and more companies listed on the Warsaw Stock Exchange, as well as developed on capital markets, pay dividends, which amounts to a small extent depend on the profit for the last financial year. To this end, the companies form dividend reserve funds (DRF), which allow them to freer dividend policy. Special attention deserves strategy applied in recent years by the Żywiec Group S.A., which each year a portion of the net profit spends on DRF and at the same time, the dividend is paid with the rest of the net profit for the last financial year and the DRF which was created in the previous year. In the article detailed analysis of this strategy was carried out by showing its impact on independent payments from profit for the last year and by introducing the concept of profit for distribution, which realigns the dividend payout ratio. The hypothesis were verified using Lintner's partial adjustment models.

**Strategia wypłat dywidend niezależnych od zysku za ostatni rok obrotowy.  
Przykład Grupy Żywiec S.A.**

Coraz więcej spółek notowanych na GPW, podobnie jak na rozwiniętych rynkach kapitałowych, wypłaca dywidendy, których kwoty w niewielkim stopniu zależą od zysku za poprzedni rok obrotowy. W tym celu spółki tworzą dywidendowe fundusze rezerwowe (DRF), które umożliwiają im swobodniejszą politykę dywidendową. Na szczególną uwagę zasługuje strategia stosowana w ostatnich latach przez Grupę Żywiec S.A., która w każdym roku część zysku netto przeznaczają na DRF, a jednocześnie dywidendę wypłaca z pozostałej części zysku netto za ostatni rok obrotowy oraz z DRF utworzonego w poprzednim roku. W artykule dokonano szczegółowej analizy tej strategii, pokazując jej wpływ na uniezależnienie wypłat od zysku za ostatni rok i wprowadzając pojęcie zysku do podziału, który urealnia stopę wypłaty dywidendy. Postawione hipotezy zweryfikowano za pomocą modeli Lintnera.