

## Migracja wartości w giełdowych spółkach dywidendowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Mirosław Wypych\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy, że spółki regularnie dzielące się zyskiem z akcjonariuszami w większym stopniu pomnażają kapitał wniesiony do spółki przez inwestora niż spółki, które tego nie czynią.

*Metodologia badania* – Do realizacji celu wykorzystano zjawisko migracji wartości, które odzwierciedla rezultaty wyceny spółki przez rynek kapitałowy. Wyodrębniono migrację wartości rynkowej oraz migrację wartości dodanej. Badaniu poddano spółki systematycznie płacące dywidendy, które określono mianem spółek dywidendowych.

*Wynik* – Badanie wykazało zasadnicze różnice między spółkami sprywatyzowanymi i spółkami, w których udziały ma Skarb Państwa. Postawiona na wstępie hipoteza została pozytywnie zweryfikowana tylko w odniesieniu do spółek sprywatyzowanych.

*Oryginalność/Wartość* – Wkład do dyskusji na temat wpływu dywidendy na kształtowanie się kursów akcji. Wykazano, że istotną rolę odgrywa tu struktura własności. W przypadku spółek w pełni sprywatyzowanych wyniki badania wskazują na słuszność założeń teorii istotności dywidend.

**Słowa kluczowe:** migracja wartości, dywidenda, spółka giełdowa

### Wprowadzenie

Jednym z dyskusyjnych wątków badawczych w teorii finansów korporacji, które wciąż nie doczekały się jednoznacznych rozstrzygnięć, jest zagadnienie podziału zysku rozpatrywane w kontekście wyceny akcji spółek notowanych na giełdzie. Konkretnie chodzi o kwestię płacenia przez spółki dywidend. Przeznaczenie wygoszodarowanych zysków na dywidendy oznacza wprawdzie wypływ środków pieniężnych ze spółki, co w pewnym stopniu ogranicza jej zdolność do generowania dochodów, jednak wypłata dywidend na ogół traktowana jest przez inwestorów jako zjawisko korzystne i wywiera raczej pozytywny wpływ na wycenę rynkową spółki. Dotyczy to zwłaszcza spółek płacących dywidendy regularnie. Można

---

\* dr hab. Mirosław Wypych, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Wydział Zarządzania, e-mail: miroslaw.wypych@wp.pl

zatem postawić hipotezę, że spółki systematycznie dzielące się zyskiem z akcjonariuszami w większym stopniu pomnażają kapitał wniesiony do spółki przez inwestora niż spółki, które tego nie czynią. Podana hipoteza oparta jest na tzw. cateringowej teorii dywidend, zgodnie z którą spółki są bardziej skłonne do płacenia dywidend, jeśli rynek nagradza tę decyzję, lepiej wyceniając płacących dywidendy (Kowerski, 2011, s. 90). Posiadacz akcji obok dywidendy może wówczas oczekiwać wzrostu cen akcji. Dla spółki oznacza to jednocześnie wzrost wartości rynkowej jej kapitału własnego. Jednym ze sposobów weryfikacji sformułowanej hipotezy jest wykorzystanie zjawiska migracji wartości, które odzwierciedla rezultaty wyceny spółki przez rynek kapitałowy.

Celem artykułu jest analiza i ocena procesu migracji wartości w spółkach dywidendowych. Podstawę selekcji tak rozumianej kategorii spółek stanowi ciągłość płacenia dywidend w dłuższym okresie. Badaniem objęto spółki, które corocznie w latach 2012–2015 wypływały dywidendy, z wyłączeniem spółek finansowych. Łącznie zbiorowość ta liczyła 93 podmioty podzielone na dwie grupy: spółki całkowicie sprywatyzowane oraz spółki z udziałem Skarbu Państwa. W analizie procesu migracji obok wartości rynkowej wykorzystano wskaźnik „cena do wartości księgowej” (P/BV), który wyraża rynkową wycenę kapitału własnego, a więc wartość dodaną.

## 1. Istota i pomiar zjawiska migracji wartości

Pojęcie migracji wartości jest ściśle związane z koncepcją zarządzania przez wartość, zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa uznawana jest za podstawowe kryterium oceny jego efektywności. Po raz pierwszy terminu tego w połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia użył Adrian Slywotzky:

Migracja wartości obrazuje przepływ zysków i bogactwa akcjonariuszy przez biznesową szachownicę. Jest to proces, w którym wartość odpływa od przestarzałych ekonomicznie modeli działalności biznesowej i płynie do nowych, efektywniej kreujących korzyści dla klientów oraz pozyskujących wartość dla akcjonariuszy (1966, s. 21).

Bardziej ogólnie migrację wartości określił Brabazon: „(...) przepływ sposobności do wzrostu, zysku, a w końcu wartości dla akcjonariuszy z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego” (1999, s. 31). W literaturze krajowej na szczególne wyróżnienie, zwłaszcza z punktu widzenia niniejszego opracowania, zasługuje określenie sformułowane przez Marka Siudaka: „Migracja wartości polega na odpływie wartości z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego, jako następstwo poszukiwania efektywnych możliwości alokacji kapitału” (2001, s. 155). Wskazuje ono na efektywność alokacji jako przesłankę przepływu wartości. Najgłębszą analizę tego zjawiska na polskim rynku kapitałowym obejmującą okres 2002–2006 przeprowadził Dariusz Siudak (2013).

Pojęcie wartości jako kategorii ekonomicznej nie jest jednoznaczne. Z punktu widzenia realizacji podstawowego celu przedsiębiorstwa działającego według zasad rynkowych

wartość kojarzy się przede wszystkim z jego wyceną. Wiedza o wartości przedsiębiorstwa stanowi podstawę zarządzania finansami przedsiębiorstwa ukierunkowanego na maksymalizację dochodów jego właścicieli. Zagadnienie wyceny przedsiębiorstwa jest kwestią bardzo złożoną z uwagi na różnorodność metod szacowania wartości. Nie pogłębiając tego wątku, w niniejszym artykule ograniczono się jedynie do podkreślenia różnicy między pojęciami „wartość” i „cena”. Wartość przedsiębiorstwa stanowi punkt wyjścia do określenia jego ceny w drodze negocjacji. Cena jest więc wynikiem kompromisu stron transakcji kupna-sprzedazy, gdy nabywcy i sprzedawcy subiektywnie wyrażają opinię o wartości danego przedsiębiorstwa (Zarzecki, 2013, s. 16). W naszym przypadku chodzi o transakcje obrotu akcjami spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Cena akcji (kurs akcji w określonym momencie czasowym) stanowi podstawę określenia wartości rynkowej (giełdowej) konkretnej spółki.

Wartość rynkowa spółki jest zatem wynikiem iloczynu liczby wyemitowanych przez nią i będących w obrocie giełdowym akcji oraz ich kursu. Tak rozumiana wartość rynkowa spółki równa jest wartości rynkowej jej kapitałów własnych, nie może być jednak utożsamiana z wartością bilansową kapitałów własnych, która jest kategorią księgową. Wartość bilansową kapitałów własnych często określa się jako wartość księgową netto, ponieważ oblicza się ją jako różnicę wartości księgowej majątku (aktywów) i zobowiązań. W praktyce z reguły analitycy, określając wartość bilansową kapitałów własnych, posługują się terminem „wartość księgową”.

Tylko w momencie zawiązania spółki jej wartość księgową, wynikająca z bilansu otwarcia, jest równa wartości rynkowej. W toku prowadzenia działalności wartość rynkowa zaczyna odbiegać od wartości księgowej, zmienia się bowiem zarówno wartość rynkowa spółki, jak i jej wartość księgową. Wartość księgową powiększa się poprzez reinwestycję zysku i nowe emisje akcji. Jeżeli spółka realizuje strategię rozwojową zapewniającą efektywne wykorzystanie majątku powstałego z podejmowanych inwestycji, to kreuje w ten sposób wartość dodaną (Michalski, 2001, s. 95). Rozstrzyga o tym wycena rynkowa spółki, odzwierciedlająca rezultat decyzji inwestorów giełdowych, którzy oceniają potencjał dochodowy i perspektywy rozwojowe spółki.

Nadwyżka rynkowej wartości kapitału własnego ponad jego wartość księgową oznacza przyływ wartości, który Dariusz Siudak określa jako dodatnie skumulowane saldo migracji wartości. Z kolei sytuacja odwrotna – nadwyżka wartości księgowej ponad wartość rynkową – oznacza odpływ wartości, czyli ujemne skumulowane saldo migracji wartości (Siudak, 2013, s. 60–61). Należy tu wyraźnie podkreślić, że tak interpretowana migracja odnosi się do kreowania wartości od początku rozpoczęcia działalności, a więc uwzględnia zwiększanie lub zmniejszanie wartości spółki w płaszczyźnie długoterminowej, jednak charakteryzuje stan na określony moment czasowy. Ten sposób ujmowania migracji wartości jest zgodny z koncepcją rynkowej wartości dodanej.

Biorąc powyższe pod uwagę, wskazano rozgraniczenie między migracją wartości rynkowej a migracją wartości dodanej. Migracja wartości rynkowej oznacza przepływ kapitału związany z transakcjami kupna-sprzedaży akcji, których konsekwencją jest zmiana wartości rynkowej spółki w określonym przedziale czasowym. Migracja wartości dodanej oznacza natomiast rynkową wycenę kapitału własnego spółki na określony moment czasowy jako rezultat weryfikacji przez inwestorów giełdowych rzeczywistej wartości spółki na podstawie oceny jej potencjału dochodowego i perspektyw rozwojowych.

Uzasadnieniem dla przyjęcia wartości rynkowej do charakterystyki procesu migracji wartości są fundamentalne cechy inwestycji kapitałowych (Ostrowska, 2007, s. 42):

- kapitał występuje w formie kapitału pieniężnego,
- przedmiotem inwestowania jest zróżnicowany kapitał finansowy, czyli instrumenty finansowe o różnym terminie zapadalności,
- inwestor wybiera konkretne lokaty kapitału według kryterium własnych preferencji w zakresie stopy zwrotu i ryzyka inwestycyjnego.

Pomiar migracji wartości rynkowej dokonywany jest w jednostkach monetarnych. Porównując wartość spółki obliczoną na podstawie kursu akcji na początek i koniec okresu objętego analizą, ustala się, czy w odniesieniu do konkretnej spółki mamy do czynienia z napływem, czy odpływem kapitału. Oczywiście nie chodzi tu o napływ (odpływ) kapitału bezpośrednio do spółki, lecz o przemieszczanie się kapitału na rynku giełdowym.

Do pomiaru migracji wartości dodanej wykorzystuje się formułę miernika w postaci relacji wyrażającej stosunek wartości rynkowej spółki do jej wartości księgowej P/BV (ang. *price/bookvalue*). Jest to jeden z głównych mierników rynku kapitałowego. Zgodnie z koncepcją zarządzania przez wartość efektem prawidłowego zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest bowiem nadwyżka wartości rynkowej nad wartością księgową zaangażowanych kapitałów przez właścicieli (akcjonariuszy). Uzupełniającym miernikiem poziomu migracji wartości dodanej może być postać różnicowa wskaźnika w formie relacji: P-BV.

Biorąc powyższe pod uwagę i nawiązując do celu opracowania, do analizy procesu migracji wartości, obok wartości rynkowej wykorzystano mierniki P/BV i P-BV.

Należy w tym miejscu podkreślić, że o ile determinantami migracji w odniesieniu do pojedynczych przedsiębiorstw są głównie stopień rozwoju konkurencji, udział w rynku i poziom rentowności, procesy fuzji i przejęć, o tyle siłami napędowymi migracji wartości w obrębie sektorów są także czynniki niezależne od przedsiębiorstwa, takie jak makroekonomiczne uwarunkowania prowadzenia działalności, sytuacja na światowych rynkach finansowych czy dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych (Marcinkowska, 2000, s. 13).

## 2. Identyfikacja spółek dywidendowych

Dywidendy jako kryterium wyboru inwestycji w akcje są od dawna przedmiotem zainteresowania badaczy. Mimo licznych prób wyjaśnienia znaczenia dywidendy dla inwestorów giełdowych wciąż istnieją rozbieżności w poglądach na ten temat. Generalnie dają się one

ując w dwóch głównych nurtach, a mianowicie: teorii nieistotności dywidend, której prekursorami byli Merton Miller i Franco Modigliani (1961) oraz teorii preferencji dywidend, której zaczątki stworzyli John Lintner (1956, 1962) oraz Myron Gordon (1959). Ta ostatnia zakłada, że inwestorzy przywiązują większą wagę do dochodów z dywidend niż do zysków ze wzrostu kursów akcji. Stanowiła ona podstawę powstania nurtu teoretycznego określonego mianem „szkoły prodywidendowej” (Kowerski, 2011, s. 73), reprezentowanego m.in. przez wspomnianą na wstępie cateringową teorię dywidend.

Nie pogłębiając tego wątku, ograniczono się do stwierdzenia, że podstawowym wyróżnikiem uznania spółki giełdowej za spółkę dywidendową jest regularność wypłaty dywidendy i co więcej – informowanie akcjonariuszy o zasadach polityki dywidend. Polityka dywidend powinna być przejrzysta i długofalowa. Wypłata dywidendy może być traktowana jako element kształtowania pozytywnego wizerunku i umacniania pozycji konkurencyjnej spółki. Ponieważ głównym czynnikiem determinującym systematyczne płacenie dywidend jest generowanie zysku, uważa się, że spółki dywidendowe mają silne podstawy fundamentalne. Regularna wypłata dywidend uznawana jest wreszcie za przejaw zgodności menedżerów i właścicieli w kwestii realizacji głównego finansowego celu przedsiębiorstwa.

Dla celów analitycznych konieczne jest przyjęcie określonych kryteriów, na podstawie których spółkę można zaliczyć do grona spółek dywidendowych. Wybór tych kryteriów zawsze nosi znamiona subiektywności. Mając na względzie wskazany wyżej podstawowy wyróżnik spółki dywidendowej, założono, że powinien być spełniony wymóg systematyczności płacenia dywidend w dłuższym przedziale czasowym. Za spółki dywidendowe uznano podmioty, które w latach 2012–2015 przynajmniej trzykrotnie dzieliły się zyskiem z akcjonariuszami. Decyzje o wypłacie dywidendy związane były więc z podziałem zysku za lata 2011–2014. Kryterium to spełniało 99 spółek krajowych. Z uwagi na specyfikę struktury kapitałowej (relatywnie niski udział kapitału własnego) w analizie pominięto spółki finansowe (6 spółek). Pomijanie podmiotów finansowych w badaniach zbiorowości spółek giełdowych jest często stosowanym w praktyce rozwiązaniem, zwłaszcza gdy dotyczy ono wyceny wartości. Ostatecznie próba badawcza objęła 93 spółki, które podzielono na dwie grupy: spółki całkowicie sprywatyzowane (82) oraz spółki z udziałem Skarbu Państwa (11).

W ostatnim okresie liczba spółek, które podjęły decyzję o wypłacie dywidend, systematycznie wzrastała i w latach 2014–2015 przekraczała 220 (tab. 1). Odsetek spółek płacących dywidendę w ogólnej liczbie notowanych spółek zwiększył się z 18,1% w 2011 roku do blisko 25% w 2015 roku. Na podstawowym rynku giełdowym, gdzie notowana jest większość spółek płacących dywidendę (w 2015 r. 78,1%), odsetek ten jest wyższy i w 2015 roku wynosił 35,9%.

Objęta badaniem zbiorowość w 2015 roku stanowiła 41,1% spółek, które wypłaciły dywidendy. Spółki te w latach 2012–2015 przeznaczyły na dywidendy ogółem 32,8 mld zł. Spółki sprywatyzowane wypłaciły 14,1 mld zł dywidend, co w relacji do wyniku finansowego netto za okres 2011–2014 stanowiło 74,4%, a w relacji do wartości dywidend wypłaconych przez wszystkie spółki giełdowe 13,6%. W ujęciu dynamicznym kwota wypłaconych dywidend wykazuje tu tendencję malejącą, mimo że wynik finansowy netto jest dość stabilny.

Największymi płatnikami dywidend są jednak spółki, w których udział ma Skarb Państwa. W latach 2012–2015 wypłaciły one łącznie 18,7 mld zł dywidend, w relacji do wyniku finansowego netto było to 59,3%. Poziom wypłaconych dywidend obniżył się drastycznie w 2016 roku, co wiązało się w pogorszeniem sytuacji finansowej wiodących spółek z udziałem Skarbu Państwa.

**Tabela 1**

Płatności dywidend w latach 2012–2015 przez spółki objęte badaniem

Wyszczególnienie		2012	2013	2014	2015	
Liczba spółek płacących dywidendy		181	181	222	224	
Odsetek spółek płacących dywidendy (%)		20,5	20,2	24,5	24,8	
Kwota wypłaconych dywidend przez spółki giełdowe (mln zł)		27 865	28 624	25 497	21 971	
Spółki objęte badaniem z udziałem SP	sprywatyzowane	Wartość wypłaconych dywidend (mln zł)	4279	3574	3137	3120
		Udział w kwocie dywidend wypłaconych przez spółki giełdowe ogółem (%)	15,4	12,4	12,3	14,2
		Wynik finansowy netto spółek w roku poprzedzającym wypłatę dywidendy (mln zł)	4708	4590	4971	4676
		Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto	0,909	0,779	0,631	0,667
		Wartość wypłaconych dywidend (mln zł)	5692	5391	4836	2785
	z udziałem SP	Udział w kwocie dywidend wypłaconych przez spółki giełdowe ogółem (%)	20,4	18,8	19,0	12,6
		Wynik finansowy netto spółek w roku poprzedzającym wypłatę dywidendy (mln zł)	12 015	10 661	7259	1593
		Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto	0,474	0,506	0,666	1,748

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisów internetowych StockWatch.pl – *Dywidendy*; Interia.pl – *Moje inwestycje – Narzędzia – Dywidendy*; Bankier.pl – *Inwestowanie – Profile* oraz komunikatów spółek.

### 3. Analiza migracji wartości rynkowej

W tabeli 2 przedstawiono kształtowanie się wartości rynkowej spółek dywidendowych w latach 2011–2015 (stany na koniec roku) z uwzględnieniem podziału na dwie grupy. Już pobieżna analiza informacji zawartych w tabeli wskazuje na istotne różnice między spółkami sprywatyzowanymi i spółkami z udziałem Skarbu Państwa.

Spółki sprywatyzowane prezentują się korzystniej na tle spółek z udziałem Skarbu Państwa. Z wyjątkiem 2014 roku odnotowały dodatnie saldo migracji wartości rynkowej. Stosunkowo najlepiej pod względem migracji wartości przedstawiała się sytuacja w 2013 roku, kiedy relacja między napływem a odpływem wartości rynkowej wynosiła 5,8. Jednak i na przestrzeni całego okresu objętego analizą (porównanie 2015 r. w stosunku do 2011 r.) spółki te prezentują się bardzo korzystnie: wartość rynkowa zwiększyła się o 25%, a napływ wartości jest dwukrotnie wyższy niż odpływ. Należy dodatkowo podkreślić, że w 2015 roku

w porównaniu do roku poprzedniego łączna kapitalizacja krajowych spółek giełdowych zmniejszyła się o 12,6%, tymczasem w odniesieniu do spółek dywidendowych odnotowano wzrost o 1,7%, w rezultacie udział tych ostatnich w kapitalizacji spółek krajowych zwiększył się z 14,2% do 16,5%.

**Tabela 2**

Migracja wartości rynkowej w giełdowych spółkach dywidendowych w latach 2012–2015

Wyszczególnienie	Stan na 31 grudnia					Zmiana 2011–2015
	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>Spółki sprywatyzowane</b>						
Wartość rynkowa (mld zł)	68,4	73,1	92,5	84,0	85,4	17,0
Zmiana w danym okresie (%)	x	6,9	26,6	-9,2	1,7	25,0
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości rynkowej	x	63	71	28	55	67
Napływ wartości (mln zł)	x	14 326	23 543	4612	9311	34 796
Odpływ wartości	x	9620	4089	13 123	7901	17 737
Saldo	x	4706	19 454	-8511	1410	17 059
<b>Spółki z udziałem Skarbu Państwa</b>						
Wartość rynkowa (mld zł)	121,8	145,6	121,7	124,3	108,3	-13,5
Zmiana w danym okresie (%)	x	19,5	-16,4	2,1	-12,9	-11,1
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości rynkowej	x	5	1	6	2	3
Napływ wartości (mln zł)	x	30 462	111	9441	13 068	20 803
Odpływ wartości	x	6712	23 976	6938	28 877	34 224
Saldo	x	23 750	-23 865	2503	-15 809	-13 421

Źródło: obliczenia własne na podstawie Roczników Giełdowych 2012–2016 oraz Biuletynów Statystycznych GPW 2011–2015.

Tendencje zmian w poziomie odpływu i napływu wartości znajdują odzwierciedlenie w liczbie spółek, które odnotowały wzrost lub zmniejszenie wartości rynkowej. Najwięcej spółek sprywatyzowanych zwiększyło wartość w 2013 roku (71, tj. 86,6%), a najwięcej zmniejszyło wartość w 2014 roku (54, tj. 65,9%). W 2015 roku ponad 80% spółek sprywatyzowanych miało wartość rynkową wyższą niż w 2011 roku. Na podkreślenie zasługują spółki, które corocznie w całym okresie objętym analizą wykazały się wzrostem wartości rynkowej. Jest ich aż 16 – najwyższym, ponad ośmiokrotnym wzrostem wartości może się poszczycić spółka RAINBOW. Jedna ze spółek – ORANGE – w latach 2011–2015 ani razu nie odnotowała wzrostu wartości rynkowej (podawanej według stanu na koniec roku). Niewątpliwie jedną z przyczyn tego stanu rzeczy było trzykrotne zmniejszenie w 2013 roku kwoty płaconej dywidendy (z 1,5 zł do 0,5 zł na 1 akcję), a ponadto pogorszenie wyniku finansowego w latach 2014–2015 (zysk netto w 2015 r. był ponad pięciokrotnie niższy w porównaniu z 2013 r.). Wartość rynkowa spółki ORANGE w latach 2011–2015 zmniejszyła się

aż o 14,4 mld zł, co stanowiło 81,2% odpływu wartości ogółu sprywatyzowanych spółek dywidendowych.

Odmienne przedstawia się sytuacja w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa, co z uwagi na ich znaczący udział w kapitalizacji giełdy ogółem (w 2011 r. 27,2%, w 2015 r. 20,9%) ma istotny wpływ na tendencje rozwoju całego rynku kapitałowego. Za zadawalającą można uznać sytuację w 2012 roku, gdy spółki te osiągnęły dodatnie saldo migracji wartości. Relacja między napływem i odpływem wartości wyniosła wówczas 4,5. Rok później tylko jedna spółka odnotowała niewielki wzrost wartości (GPW o 111 mln zł), a ujemne saldo wartości migracji wartości wyniosło 23,9 mld zł, było więc wyższe niż dodatnie saldo migracji wartości w 2012 roku. Należy sądzić, że znaczną część kapitału inwestorzy przenieśli m.in. do spółek sprywatyzowanych, które w 2013 roku odnotowały wzrost wartości rynkowej o 26,6%. Podobna sytuacja, aczkolwiek na mniejszą skalę, powtórzyła się w 2015 roku.

Biorąc pod uwagę cały okres objęty analizą, można stwierdzić, że największy odpływ kapitału dotyczył spółek PGE – 15,1 mld zł (w tym 11,7 mld zł w ostatnim roku), KGHM 9,4 mld zł (9,1 mld zł w ostatnim roku). Najwyższy wzrost wartości w 2015 roku w porównaniu do 2011 roku wystąpił w spółkach PKN ORLEN – 14,5 mld zł (9 mld w ostatnim roku) PGNiG – 6,3 mld zł (4,1 mld w ostatnim roku).

#### **4. Analiza migracji wartości dodanej**

Aby możliwe było stwierdzenie, czy faktycznie kapitał wniesiony do spółki przez właścicieli i powiększony w toku prowadzenia przez nią działalności wykreował dodatkową wartość, należy skonfrontować go z wyceną rynkową spółki. Konfrontacji tej na ogół dokonuje się, jak już wskazano, na podstawie miernika P/BV. Ponieważ kapitał własny stanowi najbardziej stabilne źródło finansowania spółki, jego wycena rynkowa uznawana jest za jedno z kryteriów oceny pozycji spółki na rynku kapitałowym. Dla pozytywnej oceny procesu migracji wartości wskazane jest osiągnięcie przez spółkę wartości P/BV wyższej od 1 lub co najmniej równej 1. Ocena ta może być dokonana również na podstawie nadwyżki wartości rynkowej nad wartością księgową netto wyrażonej w jednostkach monetarnych.

Charakterystykę procesu migracji wartości dodanej w spółkach dywidendowych na podstawie relacji między wartością rynkową a wartością księgową przedstawiono w tabeli 3.

Porównując tendencje kształtowania się wartości rynkowej i wartości księgowej w spółkach sprywatyzowanych, wyraźnie można zauważyć, że w skali całej zbiorowości spółek obserwuje się (za wyjątkiem 2014 r.) dodatnie skumulowane saldo migracji wartości dodanej. Dzieje się tak głównie za sprawą stosunkowo niewielkich zmian w poziomie wartości księgowej. Wartość księgowa w 2015 roku była tylko o 2,1% wyższa w porównaniu z 2011 rokiem. Ponieważ wartość rynkowa spółek wzrastała, poziom wskaźnika P/BV przez cały okres był wyższy od jedności i wykazywał tendencję rosnącą. Liczba spółek spełniających warunek  $P/BV > 1$  w tylko w 2012 roku była niższa w porównaniu z liczbą spółek wykazujących wzrost wartości księgowej, natomiast w kolejnych dwóch latach odwrotnie, z tendencją

wzrostu rozpiętości. W 34 spółkach przez cały okres wartość P/BV przekraczała 1 (stan na koniec roku), natomiast tylko w dwóch (EMPERIA i ORANGE) kształtowała się poniżej jedności. Analizując kształtowanie się nadwyżki P-BV, można sądzić, sytuacja ta była m.in. rezultatem rozpiętości między wartością rynkową a wartością księgową w spółkach relatywnie dużych i charakteryzujących się wysokim poziomem P/BV. Przykładowo w spółce CCC w latach 2011–2015 wartość rynkowa wzrosła z 1805 mln zł do 5320 mln zł, a wartość księgową z 430 mln zł do 1000 mln zł (średni poziom P/BV 6,35). Analogicznie w spółce LPP wartość rynkowa wzrosła z 3584 mln zł do 10 171 mln zł, a wartość księgową z 777 mln zł do 1738 mln zł (średni poziom P/BV 9,71).

**Tabela 3**

Migracja wartości dodanej w giełdowych spółkach dywidendowych w latach 2012–2015

Wyszczególnienie	Stan na 31 grudnia					Zmiana 2011–2015
	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>Spółki sprywatyzowane</b>						
Wartość rynkowa (mld zł)	68,4	73,1	92,5	84,0	85,4	17,0
Wartość księgową (mld zł)	42,5	43,9	45,1	43,2	44,6	2,1
Zmiana BV w danym okresie (%)	x	3,4	2,7	-4,4	3,4	5,0
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości księgowej	x	64	68	61	57	65
Wskaźnik P/BV	1,61	1,66	2,05	1,95	1,91	x
Nadwyżka P-BV (mld zł)	25,9	29,1	47,4	40,8	40,8	x
Liczba spółek z P/BV > 1	48	54	69	64	63	x
<b>Spółki z udziałem Skarbu Państwa</b>						
Wartość rynkowa (mld zł)	121,8	145,6	121,7	124,3	108,3	-13,5
Wartość księgową (mld zł)	143,5	146,3	155,0	152,5	152,5	9,0
Zmiana BV w danym okresie (%)	x	2,0	5,9	-1,6	0,0	6,3
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości księgowej	x	7	8	7	8	6
Wskaźnik P/BV	0,85	0,99	0,79	0,81	0,71	x
Nadwyżka P-BV (mld zł)	-21,7	-0,1	-33,3	-28,3	-44,1	x
Liczba spółek z P/BV > 1	3	4	4	2	2	x
<b>Spółki krajowe ogółem</b>						
Wskaźnik P/BV	1,06	0,89	0,96	1,09	1,11	x
Odsetek spółek z P/BV > 1	52,8	43,0	49,6	44,6	49,4	x

Źródło: jak przy tabeli 1.

Warto podkreślić fakt, że sprywatyzowane spółki dywidendowe charakteryzują się znacznie wyższym poziomem wskaźnika P/BV w porównaniu z ogółem krajowych spółek giełdowych. Również odsetek spółek wykazujących poziom tego wskaźnika przekraczający 1 jest wyższy. Można zatem stwierdzić, że inwestorzy giełdowi pozytywnie oceniają efektywność lokowania kapitału w przemysłowych spółkach giełdowych.

Podobnie jak w przypadku analizy migracji wartości rynkowej zupełnie inny jest obraz migracji wartości dodanej w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Mimo że liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości księgowej, jest stosunkowo wysoka, w latach 2011–2015 wartość księgową zwiększyła się jedynie o 6,3%, a wskaźnik P/BV przez cały okres utrzymuje się na poziomie poniżej 1. Po przejściowej poprawie od 2013 roku obserwuje się gwałtowne jego obniżanie, co łączy się ze wzrostem ujemnego skumulowanego salda migracji. Tylko w spółce GPW przez cały okres objęty analizą jego poziom przekracza 1, a w spółkach energetycznych (ENEA, PGE, TAURON) nigdy nie osiągnął tej wartości.

## Uwagi końcowe

Badanie przeprowadzone na podstawie zbiorowości spółek regularnie dzielących się zyskiem z akcjonariuszami wykazało zasadnicze różnice między spółkami sprywatyzowanymi i spółkami, w których udziały ma Skarb Państwa. Jednoznacznie wykazano, że postawiona na wstępie hipoteza została pozytywnie zweryfikowana wyłącznie w odniesieniu do spółek sprywatyzowanych. Są one lepiej oceniane przez inwestorów giełdowych i w większym stopniu kreują wartość dla właścicieli nie tylko w porównaniu ze spółkami z udziałem Skarbu Państwa, lecz także na tle ogółu spółek giełdowych.

Interpretując wyniki analizy, należy mieć na uwadze, że różnice te uwarunkowane są w dużym stopniu specyfiką branżową. Spółki z udziałem Skarbu Państwa reprezentują bowiem kapitałochłonne sektory gospodarki i ich relatywnie niska wycena rynkowa jest zjawiskiem normalnym. Nie zmienia to faktu, że o wartości przedsiębiorstwa decydują głównie takie czynniki, jak rentowność, jakość zarządzania, poziom zadłużenia, ocena jego możliwości rozwojowych. Zarówno wartość rynkowa, jak i wartość dodana odzwierciedlają łącznie ich oddziaływanie.

W uzupełnieniu należy podkreślić, że akcjonariusze spółek dywidendowych osiągają również profity z tytułu dywidend. W latach 2014–2015 wartość dywidend odniesiona do wartości rynkowej przewyższała korzyści wynikające ze zmian kursów akcji zarówno w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa, jak i spółek sprywatyzowanych.

## Literatura

- Brabazon, T. (1999). Value Migration. Where is the Value in Your Industry Going. *Accountancy Ireland*, 31 (3), 31–35.
- Gordon, M. (1959). The Savings, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41 (2/1), 99–105.

- Kowerski, M. (2011). *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*. Kraków–Rzeszów–Zamość: Konsorcjum Akademickie.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 46 (2), 97–113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporation. *Review of Economics and Statistics* 44 (3), 243–269.
- Marcinkowska, M. (2000). *Kształtowanie wartości firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Michalski, M. (2001). *Zarządzanie przez wartość*. Warszawa: WIG-Press.
- Miller, M., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy. Growth and Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411–433.
- Ostrowska, E. (2007). *Rynek kapitałowy*. Warszawa: PWE.
- Siudak, D. (2013). *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstwa na polskim rynku kapitałowym*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Siudak, M. (2001). *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej.
- Slywotzky, A.J. (1966). *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Zarzecki, D. (2013). *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*. Szczecin: Zarzecki, Lasota i Wspólnicy.

#### VALUE MIGRATION IN DIVIDEND COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the paper is research hypothesis verification, that companies which regularly sharing their profits with shareholders multiplying in a greater extent capital contributed to the company than companies which don't share these profits.

*Design/Methodology/approach* – Value migration that presents companies pricing results by capital market has been used to reach the goal of the paper. Market value migration and added value migration have been separated. The research covers regularly paying dividends companies, which were defined as dividend companies.

*Findings* – The research results showed great differences between private companies and companies with state share. Formulated research hypothesis has been positively verified only for private companies.

*Originality/Value* – Contribution to the debate about the impact of the dividends on shares prices. Ownership structure is very important factor. Dividends' importance theory has been confirmed referring to completely private companies.

**Keywords:** value migration, dividend, stock exchange company

#### Cytowanie

Wypych, M. (2017). Migracja wartości w giełdowych spółkach dywidendowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 389–399. DOI: 10.18276/frfu.2017.86-32.

