

BOGUMIŁA BRYCZ

Politechnika Wroclawska

MAREK PAUKA

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

**ANALIZA POLITYKI DYWIDEND
W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH NOTOWANYCH
NA GIELDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE**

Streszczenie

Polityka dywidendy jest jednym z najbardziej badanych obszarów w finansach przedsiębiorstw. Pozostają jednak wciąż bez odpowiedzi pytania zadawane przez Fishera Blacka: „Dlaczego korporacje płacą dywidendy? Dlaczego inwestorzy zwracają uwagę na dywidendy? Jedną z przyczyn takiej sytuacji jest to, że dywidenda stanowi narzędzie stosowane przez menedżerów po to, żeby wysłać sygnały do inwestorów o kondycji finansowej firmy. Ponadto dywidenda może być określona przez potrzebę firmy do dystrybucji wolnych środków pieniężnych, aby uniknąć inwestowania w projekty o niskiej stopie zwrotu. Celem niniejszej pracy jest ocena, czy spółki publiczne notowane na GPW w Warszawie i wypłacające regularnie dywidendy mają stabilną politykę dywidendową.

Słowa kluczowe: polityka dywidendy, spółki, giełda papierów wartościowych

Wprowadzenie

Polityka dywidendy jest jednym z najczęściej badanych obszarów w ramach finansów przedsiębiorstw i rozumianym jako zasady opisujące sposób określania wielkości wysokości dywidendy wypłacanej w gotówce akcjonariuszom. Wciąż bez jednoznacznej odpowiedzi pozostaje pytanie, postawione przez Fishera Blacka: *Why do corporations pay dividends? Why do investors pay attention*

to dividends? [Black 1976]. Jedna z potencjalnych odpowiedzi wskazuje, że to narzędzie osób zarządzających, które wysyłają sygnał do inwestorów o spodziewanej przyszłej kondycji firmy, przez co redukują asymetrię informacji. Poza tym wielkość dywidend może być determinowana przez chęć dokonania transferów wolnych przepływów pieniężnych do akcjonariuszy, aby uniknąć inwestowania tych nadwyżek w nisko rentowne projekty. Teoria cyklu życia z kolei będzie przydatna do wyjaśniania zmian w wypłacanych dywidendach, gdy uwzględni się fazę życia spółki. Pomimo licznych teoretycznych prób wyjaśnienia tych zagadnień nie ma jednoznacznej odpowiedzi, dlatego niektóre spółki na rynkach finansowych decydują się na wypłacanie dywidend i działania te kontynuują przez wiele lat. Celem artykułu jest dokonanie oceny, czy spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i płacące regularnie dywidendy dysponują stałą polityką dywidendy. Autorzy stawiają hipotezę, że spółki z polskiej giełdy regularnie transferujące zyski do akcjonariuszy nie kierują się jedną stałą polityką, a ponadto nie wykorzystują polityki dywidend do sygnalizowania podmiotom zewnętrznym oczekiwanych przez zarząd zmian w kondycji spółki w przyszłości.

1. Przegląd literatury

Pierwsze badania nad czynnikami determinującymi politykę dywidend w spółkach giełdowych¹ przeprowadził w latach pięćdziesiątych XX wieku Lintner [1956: 97–113], który na podstawie wywiadów z osobami zarządzającymi w wybranej w sposób celowy grupie 28 przedsiębiorstw opracował prosty model wypłat dywidend. Model ten opiera się na dwóch zasadniczych wnioskach płynących z przeprowadzonych badań:

- menedżerowie uważają, że większość akcjonariuszy woli rozsądną, stabilną stopę wypłaty dywidendy i że inwestorzy giełdowi akceptują dodatkową premię w cenie za stabilność lub stopniowy wzrost tej stopy, dlatego zarządy niechętnie podejmują decyzję o zmianie stopy wypłaty dywidendy, którą w przyszłości trzeba byłoby ponownie zmienić do wartości pierwotnych;

¹ Ciekawy przegląd badań można znaleźć w pracach: Baker, Singleton, Veit [2011: 236–314], Frankfurter, Wood, Wansley [2003: 71–102], Baker [2009: 97–235] oraz w publikacjach polskich uczonych: Sierpińska [1999: 95–176], Uchman [2002: 45–54], Kowerski [2011: 67–95].

- do zmiany istniejącej stopy wypłaty dywidendy mogą skłonić menedżerów tylko takie czynniki, które są znane akcjonariuszom i całej społeczności finansowej, i na podstawie których menedżerowie mogą oczekiwać, że ich decyzja będzie uznana za racjonalnie uzasadnioną, jeśli nie przekonującą. Za najważniejszy taki czynnik uznano zysk netto.

Bazując na powyższym, Lintner zauważył, że polityka dywidend większości firm opiera się na:

- ustalonych długoterminowych docelowych wskaźnikach wypłaty dywidendy;
- standardach określających stopę dopasowania dywidendy, czyli w jakim stopniu w danym roku dywidenda powinna się zmieniać w kierunku dywidendy docelowej wyznaczonej przez docelowy wskaźnik wypłaty dywidendy.

Przy podejmowaniu decyzji odnośnie do poziomu wypłaty dywidendy menedżerowie najpierw zastanawiają się, czy powinna być zmieniona istniejąca stopa wypłaty dywidend i dopiero, gdy są przekonani, że zmiana tej stopy jest pożądana, rozważają, jak duża powinna być zmiana poziomu wypłacanej dywidendy. Realizują przy tym politykę stopniowych, częściowych dostosowań, co oznacza, że zmiana bieżących zysków determinuje tylko częściowo zmiany w wypłacanych dywidendach za dany rok, natomiast dalsze częściowe zmiany stopy wypłaty dywidendy są przeprowadzane w następnych latach, pod warunkiem, że są one wówczas nadal uzasadnione. Taka stabilność w zakresie polityki dywidend pomaga minimalizować niepożądane reakcje akcjonariuszy [Lintner 1956: 99–100].

Wnioski Lintnera znalazły potwierdzenie w późniejszych badaniach przeprowadzonych m.in. przez takich autorów, jak Fama i Babiak [1968], Baker, Farrelly i Edelman [1985], Baker i Powell [1999]. Z kolei Brav, Graham, Harvey i Michaely w artykule pt. *Payout Policy in the 21st Century* [Brav, Graham, Harvey, Michaely 2005: 497–507] na początku XXI wieku przeprowadzili badania opinii menedżerów, które potwierdzają, że nadal decyzje dotyczące wypłaty dywidend są podejmowane konserwatywnie, czyli po pierwsze, menedżerowie bardzo niechętnie, z obawy przed negatywnymi konsekwencjami, decydują się na zmniejszenie dywidendy; po drugie, ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje dywidendowe jest stabilność zysku w przyszłości (krótkookresowe zmiany zysku nie wpływają na wypłatę dywidendy). Badania autorów pokazują jednak, że związek pomiędzy wypracowanym zyskiem a poziomem wypłacanych dywi-

dend nie jest już tak silny, jak w latach pięćdziesiątych XX wieku. Mianowicie stopa wypłaty dywidendy nie jest już traktowana przez większość menedżerów jako najważniejszy docelowy wskaźnik determinujący prowadzoną przez nich politykę dywidend (w szczególności wskazuje się na wskaźnik dywidendy na akcję, jak również na wzrost dywidendy na akcję i stopę dywidendy).

W koncepcjach Lintnera upatruje się genezy teorii sygnalizacji, która była rozwijana również w pracach innych autorów [Ross 1977; Bhattacharya 1979, 1980; John i Williams 1985; Miller i Rock 1985; Asquith i Mullins 1983, 1986; Bar-Yosef i Huffman 1986; Ofer i Thakor 1987]. Zakładali oni, że menedżerowie mają dostęp do informacji o rzeczywistej sytuacji finansowej spółki i jej perspektywach rozwoju, których nie mają uczestnicy rynków finansowych, a dywidenda jest sposobem na ich przekazanie, co redukuje asymetrię informacji. W szczególności ogłoszenie rozpoczęcia wypłaty albo podwyższenia poziomu dywidend jest odczytywane jako wiarygodny sygnał, że w przyszłości firma będzie w stanie utrzymać taki poziom dywidend i zazwyczaj powoduje wzrost popytu na akcje spółki oraz wzrost ceny jej akcji. Zaprzestanie lub zmniejszanie poziomu wypłaty dywidend jest z kolei odbierane przez inwestorów jako sygnał negatywny, czego efektem jest spadek ceny akcji. Oprócz Lintnera również Miller i Modigliani [1961: 430] w artykule pt. *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares* zwracają uwagę, że po zmianie stopy dywidend często następuje zmiana ceny rynkowej akcji, co jest odzwierciedleniem tzw. zawartości informacyjnej dywidend, zgodnie z którą inwestorzy są skłonni interpretować zmiany dywidend jako zmiany w postrzeganiu przyszłych zysków ze strony menedżerów. A zatem zarządzający, podejmując decyzje o poziomie wypłaty dywidendy, przekazują inwestorom informacje o perspektywach działania firmy, bez względu na to, czy jest to działanie zamierzone, mające na celu zmianę oczekiwań rynku co do przyszłych wyników finansowych, czy nie. Chociaż na istnienie zawartości informacyjnej dywidend wskazywano już w latach pięćdziesiątych i na początku lat sześćdziesiątych, pierwsze modele dotyczące efektu sygnalizacji pojawiły się pod koniec lat siedemdziesiątych i w latach osiemdziesiątych, np. model Bhattacharya'a [1979], Millera i Rocka [1985] oraz Johna i Williama [1985]. Zasadnicza idea tych modeli sprowadza się do tego, że firmy wykorzystują dywidendy, aby wysłać rynkowi określony sygnał.

Badania empiryczne nie potwierdzają w sposób jednoznaczny tzw. efektu sygnalizacji. Istnieje dużo dowodów na to, że zmiany poziomu wypłaty dywidend powodują zmiany cen akcji. Przykładowo Aharony i Swary [1980: 8–11]

w badaniach przeprowadzonych dla 149 firm pokazali, że zapowiedź podwyższenia dywidendy spowodowała wyraźny wzrost ceny akcji, natomiast ogłoszenie obniżenia dywidend doprowadziło do spadku ceny. Podsumowując wyniki swoich badań, autorzy stwierdzili, że zaobserwowane reakcje rynku na ogłoszenia dotyczące poziomu dywidend zdecydowanie potwierdzają hipotezę o zawartości informacyjnej dywidend. Podobnie Asquith i Mullins [1983: 85–87] zbadali reakcje rynku na ogłoszenie rozpoczęcia wypłaty dywidend przez 168 firm (a dokładnie chodziło nie tylko o rozpoczęcie wypłaty po raz pierwszy w historii spółki, lecz także o wznowienie wypłaty po co najmniej dziesięciu latach przerwy w płaceniu dywidendy). Przedstawione przez autorów wyniki zdecydowanie potwierdziły reakcje rynku – dwa dni od ogłoszenia wypłaty dodatkowa stopa zwrotu (*excess return*) wyniosła średnio 3,7%. Z kolei Healy i Palepu [1988: 149–175] przeprowadzili badania dotyczące zapowiedzi o rozpoczęciu wypłaty dywidendy oraz zaprzestaniu jej płacenia i potwierdzili, że inwestorzy interpretują te zdarzenia jako prognozy menedżerów w zakresie zmiany przyszłych zysków. Przytoczone powyżej badania pokazują, że nieoczekiwane zmiany dywidend powodują zmiany cen akcji, potwierdzając, że inwestorzy interpretują zmiany dywidend jako prognozy zmian przyszłych wyników finansowych ze strony menedżerów, czyli potwierdzając, że w dywidendach zawarta jest pewna informacja². Ponieważ jednak, zgodnie z teorią sygnalizacji, decyzje menedżerów odnośnie do poziomu dywidend mają zawierać informacje o kształtowaniu się zysków w przyszłości, dlatego niektórzy badacze postanowili zbadać, czy po zmianach dywidend odpowiednio w tym samym kierunku, zmieniają się również zyski. Badania w tym zakresie przeprowadzili m.in. DeAngelo, DeAngelo i Skinner [1996: 341–371] na próbie 145 firm, które po co najmniej dziewięciu latach ciągłego wzrostu rocznych zysków odnotowały ich spadek. Decyzje dotyczące poziomu wypłaty dywidend podejmowane w takim roku mogą zawierać informacje szczególnie przydatne dla inwestorów, pozwalające na ocenę, czy spadek zysków ma charakter trwały, czy tylko tymczasowy. Jednakże otrzymane wyniki nie potwierdziły wcale, że podjęte wówczas korzystne decyzje w zakresie poziomu dywidend są wiarygodnym sygnałem o wyższych zyskach w przyszłości. W przypadku 99 firm, w których menedżerowie podjęli decyzje o wzroście dywidendy, wzrost ten nie znalazł odzwierciedlenia w odpowiednim wzroście przyszłych zysków. Na podstawie otrzymanych wyników autorzy stwierdzają, że decyzje dotyczące dywidend nie

² Badania na temat reakcji inwestorów na zmiany poziomu dywidend w Polsce prowadził Słowski [2011].

są dobrym sygnałem o perspektywach w zakresie przyszłych zysków i nie pomagają w odróżnieniu firm mających dobre perspektywy zysków na przyszłość od tych z perspektywami gorszymi. Z kolei Brav i in., badając opinie menedżerów na temat polityki dywidend, w tym również na temat zawartości informacyjnej dywidend i efektu sygnalizacji, na podstawie otrzymanych wyników stwierdzają, że owszem wypłata dywidendy zawiera pewne informacje, ale rzadko jest traktowana jako narzędzie, za pomocą którego firmy wyróżniają się od konkurencji i menedżerowie nie wykorzystują jej w sposób świadomy jako sygnał informacyjny [Brav i in. 2005: 511–513].

Obecnie coraz większe znaczenie w wyjaśnianiu prowadzonej w spółkach polityki dywidend zaczyna odgrywać związana z teorią agencji teoria *free cash flow*³. Zdaniem Jensena i Mecklinga [1976: 308], zarządzający, dążąc do maksymalizacji własnej użyteczności, nie zawsze będą działali w najlepszym interesie właścicieli i dlatego, aby ograniczyć sprzeczność interesów właścicieli i menedżerów, właściciele muszą wprowadzić właściwe bodźce motywujące dla zarządzających (tu w roli agentów) i ponieść koszty monitorowania ich działań. Problem agencji jest szczególnie poważny w sytuacji, gdy zarządzający dysponują dużą ilością wolnej gotówki, ponieważ istnieje wówczas ryzyko, że zostanie ona nieefektywnie zainwestowana. Zgodnie z teorią *free cash flow*, wypłata dywidendy jest sposobem na ograniczenie kosztów agencyjnych, gdyż wpływa na zmniejszenie nadwyżek wolnej gotówki. Według Easterbrooka [1984: 650–659] dywidendy są stosowane, ponieważ wpływają na politykę finansową firm, zmniejszając poziom gotówki do dyspozycji i skłaniając firmy do pozyskania zewnętrznego kapitału (Easterbrook pisze wprost o emisji papierów wartościowych). Konieczność pozyskiwania nowego kapitału, czy to w formie emisji akcji, czy papierów dłużnych lub kredytu, oznacza pojawienie się pożądanej, z punktu widzenia interesów właścicieli, kontroli ze strony banku lub innych instytucji nadzorujących, zmniejszając koszty agencyjne. Takie spojrzenie na politykę dywidend może wyjaśniać, dlaczego firmy jednocześnie wypłacają dywidendy i pozyskują nowy kapitał [Easterbrook 1984: 654, 658]. Zdaniem Jensena, wypłata dywidendy zmniejsza obecnie ilość wolnej gotówki, która mogłaby zostać przeznaczona na sfinansowanie złych projektów. Jednakże ze względu na negatywne reakcje rynku na zmniejszenie poziomu dywidendy wypłata dywidendy ogranicza również swobodę menedżerów w dysponowaniu

³ Niektórzy autorzy stosują nazwę teoria *free cash flow*, a inni po prostu teoria agencji.

wolną gotówką w przyszłości, gdyż zmusza ich do efektywnego działania tak, aby zapewnić środki na przyszłe dywidendy [Jensen 1986: 324]. Wyniki badań empirycznych również nie potwierdzają w sposób jednoznaczny teorii *free cash flow* w wyjaśnianiu decyzji dywidendowych. Przykładowo badania przeprowadzone przez Langa i Litzenbergera [1989], Agrawala i Jayaramana [1994] oraz Thanatawee [2011] są zgodne z teorią *free cash flow*, natomiast badania przeprowadzone przez Denisa, Denisa i Sarina [1994] oraz Yoona i Starksa [1995] nie potwierdzają tej teorii w wyjaśnianiu polityki dywidend.

Mueller [1972], zwracając uwagę na to, że konflikt agencyjny narasta wraz ze wzrostem i dojrzewaniem firmy, rozwija teorię cyklu życia firmy, a wnioski z niej płynące odnosi również do polityki dywidend. Zgodnie z tą teorią, po okresie szybkiego wzrostu i wysokiej rentowności firma przechodzi w fazę dojrzałości, w której spada możliwość realizacji rentownych inwestycji i pojawia się moment, kiedy menedżerowie, chcąc maksymalizować wartość dla właścicieli, powinni rozpocząć wypłatę dywidendy. Wraz z dojrzewaniem spółka generuje więcej środków niż może efektywnie zainwestować i optymalnym rozwiązaniem jest wówczas wypłata wszystkich nadwyżek właścicielom. Damodaran [2007: 1021–1022] wyróżnia pięć faz cyklu życia firmy (początkową, ekspansji, szybkiego wzrostu i spadku) i wskazuje, że w każdej z tych faz, ze względu na różne możliwości inwestycyjne, różne jest zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne i wewnętrzne, a w konsekwencji różna jest zdolność do wypłaty dywidendy. W fazie szybkiego wzrostu, gdy spółka realizuje projekty o wysokiej stopie zwrotu, jej zdolność do wypłaty dywidendy jest niska, w miarę jednak przechodzenia do fazy stabilnego wzrostu, kiedy spółka zaczyna generować coraz bardziej stabilne przepływy, a możliwości inwestycyjne są coraz mniej rentowne, wtedy dywidenda rośnie. Autor pokazuje, na podstawie danych dla firm notowanych na giełdzie nowojorskiej w 1999 roku, że „firmy z najwyższą oczekiwaną stopą wzrostu zysku, płacą najniższą dywidendę, wyrażoną zarówno jako wskaźnik wypłaty dywidendy, jak i stopę dywidendy” [Damodaran 2007: 1022]. Teoria cyklu życia w wyjaśnianiu polityki dywidend była rozwijana w pracach takich autorów, jak Grullon i in. [2002], DeAngelo, DeAngelo i Stultz [2006], Bulan i Subramanian [2009]. Na podstawie przeprowadzonych badań Grullon i in. potwierdzają, że zwiększanie dywidend jest związane z cyklem życia spółki, z przejściem od fazy wysokiego wzrostu do fazy dojrzałości. Wraz z dojrzewaniem spółek zmniejszają się ich możliwości inwestycyjne, wzrost zaczyna zwalniać i zmniejsza się ryzyko. W efekcie spadku inwestycji maleją

wydatki kapitałowe, powodując wzrost wolnych środków, które są przeznaczane na wypłatę dywidend [Grullon i in. 2002: 422–423]. Empirycznych dowodów potwierdzających teorię cyklu życia dostarczają również DeAngelo, DeAngelo i Stulz [2006], wykazując, że skłonność do wypłaty dywidendy jest większa w spółkach charakteryzujących się dużym udziałem zysków zatrzymanych w kapitale własnym i w sumie aktywów jako wyznaczników ich cyklu życia. Bulan i Subramanian również wiążą optymalną politykę dywidend spółki z jej cyklem życia. Młode spółki, które znajdują się w fazie wysokiego wzrostu, mają duże możliwości inwestycyjne, ale mało środków, czyli ich stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) jest większa niż koszt kapitału (k_c), a optymalna polityka dywidend zakłada reinwestowanie wszystkich zysków. Firmy dojrzałe mają coraz mniej możliwości inwestycyjnych i ich nadwyżki gotówki rosną, czyli stopa zwrotu z kapitału własnego jest mniejsza niż koszt kapitału i całość zysków powinna być wypłacana właścicielom [Bulan, Subramanian 2009: 204, 211]. Damodaran, wychodząc od oceny projektów inwestycyjnych bazującej na porównaniu stopy zwrotu z kapitału własnego z kosztem kapitału, a następnie analizując, ile gotówki firma jest w stanie wypłacać właścicielom po pokryciu potrzeb inwestycyjnych (FCE, *free cash flow to equity*), dokonuje oceny, czy spółki transferują do swoich akcjonariuszy za dużo czy za mało środków pieniężnych, zgodnie ze schematem pokazanym w tabeli 1.

Tabela 1

Polityka dywidendy a efektywność wykorzystania kapitału własnego

	ROE < k_c	ROE > k_c
Transfery do właścicieli < FCE	Zwiększyć dywidendę Ograniczyć inwestycje	Zwiększyć dywidendę Możliwość akumulacji środków pieniężnych
Transfery do właścicieli > FCE	Ograniczyć dywidendy Ograniczyć inwestycje	Ograniczyć dywidendy Zwiększyć inwestycje

Źródło: opracowanie własne na podstawie Damodaran [2007: 1069].

2. Charakterystyka próby badawczej

Przy doborze próby badawczej zidentyfikowano spółki spoza branż finansowych, które na podstawie danych zawartych w rocznikach giełdowych⁴ były notowane na giełdzie w latach 2006–2010 i w tym okresie co roku wypłacały dywidendę. Na wybór okresu wpłynęła przede wszystkim liczebność próby (tabela 2) oraz zmiany w polityce rachunkowości, które były przeprowadzane około roku 2005, co spowodowałoby trudności z porównywalnością danych. Ostatecznie próbę utworzyły 23 spółki.

Tabela 2

Liczba spółek regularnie płacących dywidendę w zależności od rozpoczęcia okresu badawczego

Okres wypłaty	1999–2011	2000–2011	2001–2011	2002–2011	2003–2011	2004–2011	2005–2011	2006–2011
Liczba spółek	3	4	6	6	10	15	18	23

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników giełdowych GPW.

Spółki pochodzą z piętnastu różnych branż, cztery spółki reprezentują handel hurtowy, trzy to spółki budowlane, a po dwóch przedstawiciele mają energetyka, przemysł elektromaszynowy i przemysł materiałów budowlanych. W grupie 23 spółek regularnie płacących dywidendy sześć rozpoczęło wypłaty w roku 2006, jednak pozostałe to spółki dywidendowe z długoletnią praktyką, które dzielą się zyskiem od wielu lat praktycznie rokrocznie. I tak, Grupa Żywiec od 1992 do 2011 roku dziewiętnaście razy wypłacała (i tylko raz w 2002 roku nie wypłacała ze względu na stratę rok wcześniej). Aparator w latach 1996–2011 nie wypłacił jeden raz. Dębica to swoisty rekordzista – aż piętnaście razy z rzędu wypłacała dywidendy. Trochę krótszą tradycję ma Hydrotor (13 lat) i Stalprofil (12 lat). W 2011 roku trzy spółki przerwały wypłacanie dywidend. Były to Wandalex, North Coast i Instal Kraków. Szczególnym przypadkiem jest ta ostatnia spółka, która zaprzestała wypłaty po dwunastu latach, przy czym przez długi czas stosowała zasadę wypłaty dywidendy na stałym poziomie DPS (dywidenda przypadająca na jedną akcję).

Trend wzrostowy w liczbie spółek wypłacających dywidendy został zahamowany w roku 2009, co można przypisać pierwszej fali kryzysu i w związku z tym

⁴ Giełda Papierów Wartościowych, Analizy i statystyki – *Roczniki giełdowe* za lata od 1999 do 2010.

przygotowywaniu się przedsiębiorstw do „trudnych czasów” oraz m.in. zaleceń Komisji Nadzoru Finansowego (w tym okresie kilka banków, które regularnie wypłycały zyski, zawiesiło swoją politykę wypłaty dywidend, np. Pekao, Handlowy). Jednak w kolejnych latach wiele spółek powróciło do dzielenia się z inwestorami udziałem w zysku (tabela 3).

Tabela 3

Spółki wypłacające dywidendę na GPW w Warszawie

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
Liczba spółek płacących dywidendy	66	62	54	40	48	57	
Liczba spółek na GPW	221	225	230	216	203	230	
% spółek płacących dywidendy	29,86	27,56	23,48	18,52	23,65	24,78	
Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba spółek płacących dywidendy	79	85	86	108	91	96	131
Liczba spółek na GPW	255	284	351	374	379	400	426
% spółek płacących dywidendy	30,98	29,93	24,50	28,88	24,01	24,00	30,75

Źródło: obliczenia własne na podstawie roczników giełdowych GPW z lat 1999–2011.

3. Metodyka badań

W celu zidentyfikowania 23 spółek, które wypłycały dywidendy bez przerwy w latach 2006–2010, przeanalizowano oficjalne informacje dotyczące polityki wypłaty dywidend podawane na stronach internetowych spółek, w prospektach i w sprawozdaniach finansowych. W pierwszej kolejności, na bazie informacji podawanych przez spółki w sprawozdaniach finansowych lub w uchwałach walnego zgromadzenia⁵, ustalono wskaźniki DPS i na tej podstawie dokonano podziału spółek na:

- A) realizujące politykę stałego poziomu DPS,
- B) spółki nierealizujące polityki stałego DPS (o zmiennym DPS).

Następnie w ramach grupy B analizowano, czy spółka zastosowała politykę stałego wskaźnika wypłaty dywidendy, czy może politykę stałego wskaźnika stopy

⁵ Korzystano z raportów okresowych i bieżących zamieszczanych na stronach spółek lub na stronie www.gpwinfostrefa.pl.

dywidendy. Próbuąc ustalić, jakie informacje niosą zmiany dywidend, przeprowadzono analizę statystyczną między tempem zmian wskaźnika DPS a kolejno zmianami procentowymi: EPS w następnym roku, środków pieniężnych do dyspozycji dla właściciela (FCE), salda środków pieniężnych z działalności operacyjnej (z oraz bez uwzględniania inwestycji w kapitał pracujący), salda przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej oraz salda przepływów finansowych z tytułu zaciągania i spłat zobowiązań finansowych (dług netto), poszukując zależności potwierdzających teorię sygnalizacji. Ponadto przebadano, czy zmiany w poziomie zysku netto (EPS) wpływają na zmiany w poziomie dywidend w kolejnym roku. Na koniec zastosowano analizę według tzw. macierzy Damodarana oceniającej zdolność do wypłaty dywidend z FCE w kontekście realizowania przez spółkę stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy (porównanie ROE z kosztem kapitału własnego)⁶.

4. Wyniki

W analizowanym okresie wśród 23 badanych spółek sześć prowadziło politykę stałego DPS. W tabeli 4 przedstawiono wskaźniki dywidendy przypadające na jedną akcję w przypadku spółek płacących regularnie stałą dywidendę.

Tabela 4

Spółki wypłacające dywidendę według polityki stałego DPS*

Rok z którego pochodzą zyski	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EC BEDZIN	1,75	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80
DECORA	0,20	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30
EFEKT	0,50	0,50	0,55	0,55	0,55	0,55
INSTAL KRAKÓW	0,10	0,10	0,30	0,30	0,30	bd
TP SA	1,00	1,40	1,50	1,50	1,50	1,50
TUP	0,20	0,20	0,20	0,05	0,05	0,05

* bd – bez dywidendy, tj. lata, za które spółka nie wypłacała dywidend.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych z lat 2006–2012.

⁶ Analiza polityki wypłat dywidend dla spółek z GPW płacących regularnie dywidendy, bazująca na rachunku przepływów pieniężnych, została przeprowadzona przez autorów w publikacji Brycz, Pauka [2011: 32–40].

Większość spółek realizujących politykę stałego DPS nie podaje na swojej stronie internetowej ani w dokumentach finansowych oficjalnej polityki wypłat dywidend. Jedynie Decora określiła, że będzie wypłacać do 20% zysków, a TP SA umieściła na stronie internetowej zakładkę z informacjami o wypłaconych wynagrodzeniach dla akcjonariuszy.

Dla spółek prowadzących politykę stałego poziomu DPS, na podstawie teorii *free cash flow* powiązanej z teorią agencji, można przypuszczać, że spółki te będą bardzo ostrożnie określać poziom DPS, co w konsekwencji powinno skutkować relatywnie niskim poziomem wskaźnika wypłaty dywidendy oraz wypłacaniem dywidend na poziomie niższym niż FCE⁷. W tabeli 5 przedstawiono podsumowanie analizy, dotyczącej wspomnianych parametrów.

Tabela 5

Parametry polityki wypłaty dywidend według stałego DPS

Spółka	Rok pierwszej dywidendy na GPW*	DPS średni dla lat 2005–2010	DPS/EPS sk średni dla lat 2005–2010 (%)	Zmiana wskaźnika wypłaty (%)	EPS sk % zmiana (średnia 3-letnia)	DY średni za okres 2007–2010 (%)
EC BEDZIN	2003	1,80	76,8	-40,94	74,10	5,45
DECORA	2006	0,30	44,7	13,99	-54,69	1,75
EFEKT	1995	0,55	41,3	-30,84	45,84	3,53
INSTAL KRAKÓW	1999	0,30	12,2	-77,57	32,06	1,55
TP SA	1999	1,50	111,8	-56,81	-47,74	8,18
TUP	2006	0,05	13,2	80,84	-108,45	1,35

* Niektóre spółki wypłacały dywidendę również przed wejściem na GPW.

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów okresowych z lat 2006–2012 oraz roczników giełdowych.

Wskaźniki wypłaty były liczone dla zysku netto jednostki dominującej w przypadku grup kapitałowych. W przypadku tego wskaźnika dla zysku jednostkowego średnia była na bardzo podobnym poziomie. Zmiana wskaźnika wypłaty dywidend została obliczona jako stosunek średniej wartości tego wskaźnika z okresu 2009–2011 do średniej z okresu 2006–2008. Podobnie była liczona zmiana EPS.

⁷ FCE jest to saldo środków pieniężnych do dyspozycji dla właścicieli, liczone po uwzględnieniu przepływów z działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz zmian w poziomie zadłużenia.

Agresywną politykę prowadziły TP SA i Będzin, których wskaźniki wypłaty dywidend wyraźnie przewyższają średnie poziomy. Jednocześnie większość spółek wykazywała z okresu na okres coraz lepsze zyski, dlatego udział stałej dywidendy w zysku netto z roku na rok w tych spółkach był ograniczony.

Tabela 6

Liczba przypadków realizowania sytuacji opisanych w macierzy Damodarana w latach 2006–2011 – spółki o stałym DPS

Spółka	ROE > k_c projekty rentowne		ROE < k_c projekty nierentowne	
	wypłata < FCE kumulacja gotówki	wypłata > FCE drenowanie gotówki	wypłata < FCE kumulacja gotówki	wypłata > FCE drenowanie gotówki
EC BEDZIN	3	3	–	–
DECORA	1	2	1	2
EFEKT	–	–	2	4
INSTAL KRAKÓW	3	2	–	1
TP SA	2	2	2	–
TUP	1	1	1	3

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Ponadto, analizując prezentowane spółki w macierzy Damodarana (tabela 6), gdzie jako wypłaty przyjęto transfery wartości do akcjonariuszy (sumę wypłaconych dywidend i wartości odkupionych akcji własnych), można zauważyć, że dwie spółki (Efekt i TUP) nie generowały na tyle wysokiego ROE, aby przewyższał koszt kapitału własnego. Z kolei Będzin i Instal Kraków były rentowne na poziomie satysfakcjonującym akcjonariuszy. Jednak gdyby prześledzić poziom transferów⁸ w porównaniu do generowanych nadwyżek środków pieniężnych dla właścicieli (FCE), każda z analizowanych spółek wypłacała więcej, niż była w stanie wygenerować.

Wśród tych siedemnastu spółek, które wypłacały co roku dywidendę na różnych poziomach DPS, nie zidentyfikowano przypadków prowadzenia polityki stałego wskaźnika wypłaty dywidendy ani stałej stopy dywidendy. W grupie tej podjęto próbę ustalenia, czy zmiany dywidend niosą ze sobą informację o przyszłych zmianach w kondycji finansowej firmy (tabele 7 i 8). Wyznaczono wskaźniki korelacji dla różnych parametrów odzwierciedlających sytuację w spółkach

⁸ Uwzględniono dywidendy i *buy back*.

i zmian w poziomie dywidend, a także wskaźniki regresji dla zmian dywidend jako zmiennej objaśniającej.

Tabela 7

Wpływ wzrostu poziomu wypłacanych dywidend na sytuację spółki

Rodzaj parametru	Średnia zmiana (%)	Mediana zmian (%)	Korelacja zmian (%)*	Regresja zmian (%)*	R ² dla regresji*
EPSsk	0,77	-0,32	0,15	0,1296	0,0219
FCE	-1,39	-6,40	-0,21	-1,44	0,043
CFO	55,41	27,08	0,14	0,27	0,019
CFO bez WC	40,77	33,64	0,18	0,152	0,033
CFI netto	83,7	2,1	0,14	0,38	0,019
Δ długu netto	3,83	-66,06	-0,251	-1,072	0,063
ROE	4,86	0,02	0,05	0,030	0,003

* Korelacja i regresja liczone dla procentowych zmian parametrów i % zmian dywidend.

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Tabela 8

Wpływ spadku poziomu wypłacanych dywidend na sytuację spółki

Rodzaj parametru	Średnia zmiana (%)	Mediana zmian (%)	Korelacja zmian (%)*	Regresja zmian %*	R ² dla regresji*
EPSsk	-0,47	-6,56	0,24	0,4696	0,056
FCE	-34,09	1,11	-0,19	-1,99	0,035
CFO	-4,60	-10,73	-0,13	-1,02	0,016
CFO bez WC	-8,30	-4,97	0,42	0,727	0,178
CFI netto	114,3	20,10	0,15	1,642	0,022
Δ długu netto	130,0	46,70	0,08	0,971	0,007
ROE	-12,34	-10,96	-0,02	0,027	0,0003

* Korelacja i regresja liczone dla procentowych zmian parametrów i % zmian dywidend.

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Po wyeliminowaniu obserwacji skrajnych można zaobserwować przede wszystkim, że po wzroście dywidend zwiększały się przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, jednocześnie ograniczanie dywidend poprzedzało spadki salda środków pieniężnych na działalności operacyjnej zarówno z uwzględnieniem inwestycji w kapitał pracujący, jak i bez tych inwestycji. Pozostałe kategorie ekonomiczne nie są już tak mocno powiązane ze zmianami w poziomie wypłacanych dywidend. Może to wiązać się z brakiem zastosowania na szeroką skalę

polityki dywidend zarówno w roli narzędzia informacyjnego (teoria sygnalizacji), jak i dopasowania polityki dywidend do sytuacji w spółkach (teoria cyklu życia).

W tabeli 9 potwierdzono natomiast, że bieżące zmiany sytuacji finansowej w spółkach wpływały na zmiany poziomu dywidend przypadających na jedną akcję, tj. wzrost zysku skutkował wzrostem DPS, a spadek zysków spadkiem DPS.

Tabela 9

Wpływ zmian w zyskach na poziom wypłacanych dywidend

Zmiany zysku netto na poziomie grupy kapitałowej	Średnia (%)	Mediana (%)	Współczynnik regresji
Spadki	-12,96	-20,59	0,0001
Wzrosty	34,04	20,00	0,12

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

W kontekście wcześniejszych analiz należy zatem znać, że w analizowanych okresach spółki w większym stopniu na bieżąco podejmowały decyzje o poziomie dywidend, niż prowadziły przemyślaną politykę wypłaty dywidend opartą na z góry ustalonych zasadach. Aby zweryfikować ten osąd, dokonano oceny polityki wypłaty dywidend z wykorzystaniem macierzy Damodarana.

Tabela 10

Częstość występowania przypadków realizowania sytuacji opisanych w macierzy Damodarana w latach 2006–2011 – spółki o zmiennym DPS (%)

	Przypadki wzrostu wypłacanych dywidend (DPS) – 48 obserwacji		Przypadki spadku wypłacanych dywidend (DPS) – 26 obserwacji	
	ROE > k_e projekty rentowne	ROE < k_e projekty nierentowne	ROE > k_e projekty rentowne	ROE < k_e projekty nierentowne
Wypłata < FCE Kumulacja gotówki	6,3	33,3	26,9	26,9
Wypłata > FCE Drenowanie gotówki	25	35,4	19,2	26,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Można zauważyć, że wzrosty dywidend następują przede wszystkim w sytuacji, gdy spółki realizują projekty za mało rentowne, aby zadowolić właścicieli, co należy ocenić pozytywnie.

Polityka wypłaty dywidend, choć to temat dość często poruszany w opracowaniach naukowych, nastęrcza wielu problemów natury technicznej, które budzą wątpliwości przy tzw. masowej obróbce danych, a mogą wpływać na wnioski końcowe. Wskazać tu można w szczególności:

- problem charakterystyczny dla grup kapitałowych, dotyczący poziomu zysków: z jednej strony walne zgromadzenia decydują o podziale zysków netto jednostkowych, jednak w wielu przypadkach zdolność do wypłaty dywidendy zależała od siły grupy kapitałowej jako całości, w której spółki córki były w szczególności spółkami celowymi, założonymi do prowadzenia osobno rozliczanych projektów; analitycy giełdowi i inwestorzy w większości przypadków dokonują oceny grup kapitałowych i bazują na wskaźnikach opartych na sprawozdaniach skonsolidowanych;
- aktualizację danych finansowych, tj. publikowanie w kolejnych latach danych finansowych za rok poprzedni, zmienionych w porównaniu do raportu opublikowanego rok wcześniej, co mogło wynikać ze zmiany przyjętych zasad rachunkowości lub z błędów w sprawozdaniach z poprzedniego roku;
- przy liczeniu wskaźników na jedną akcję można wyróżnić średnią ważoną liczbę akcji, liczbę wyemitowanych akcji na koniec danego roku albo na początek, różne sposoby liczenia średniej ważonej (w raporcie n inna, w raporcie $n+1$ – inna, np. raport TUP w 2006/2007);
- wypłata dywidend w formie zaliczek oraz wypłata dywidend w „normalnym trybie” – jak je traktować, jeśli są wypłacane jeszcze w bieżącym roku: czy jako dywidendy z roku, z którego pochodzi zysk, czy z roku poprzedniego?⁹;
- w kilku przypadkach dywidenda była wypłacana zarówno z zysku netto roku bieżącego, jak i z kapitału rezerwowego (np. TP SA); to prowadzi do osiągnięcia wskaźnika wypłaty dywidend powyżej 100%;
- różne rodzaje EPS (podstawowy i rozwodniony, dla średniej ważonej liczby akcji, na dzień wypłaty dywidendy i według liczby akcji na koniec roku);
- różne poziomy zysku: z działalności kontynuowanej i zaniechanej czy tylko kontynuowanej;

⁹ Zgodnie z art. 349 *Kodeksu spółek handlowych*, spółki akcyjne mogą wypłacać dywidendy zaliczkowe w wysokości nie większej niż połowa zysku osiągniętego od końca poprzedniego roku obrotowego, wykazanego w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, powiększonego o kapitały rezerwowe utworzone z zysku, którymi w celu wypłaty zaliczek może dysponować zarząd, oraz pomniejszonego o niepokryte straty i akcje własne.

- występowanie dywidend okolicznościowych, związanych z niepowtarzalnymi zdarzeniami (np. KGHM po sprzedaży Polkomtelu, Emperia po sprzedaży Tradisu).

Wnioski

Przy analizie polityki dywidendowej problemem jest zbyt krótki okres do analizy, dodatkowo skraca się z powodu takich zdarzeń, jak zmiany wśród głównych akcjonariuszy oraz zmiany w zarządzie. Mogą one determinować zmiany w polityce dywidend, a przy analizach nieuwzględniających tego typu zmian mogą powodować, że polityka dywidend jest oceniana jako chaotyczna.

Spośród zidentyfikowanych 23 spółek regularnie dzielących się zyskiem z akcjonariuszami sześć podmiotów prowadzi politykę stałego wskaźnika dywidendy na akcję. Czasem jest to związane z koniecznością wypłaty dywidendy z zysków z lat wcześniejszych. W pozostałych przypadkach nie udało się zaobserwować długotrwałej powtarzalności, a przeprowadzone analizy nie potwierdziły, że zmiany w poziomie polityki dywidend jednoznacznie zapowiadają zmiany sytuacji finansowej spółek płacących regularnie dywidendy. Uznać można, że jedynie kierunek zmiany zysku pociąga za sobą zmianę w poziomie wypłacanych dywidend, co raczej potwierdzałoby tezę, że spółki decydują o wielkości dywidend, bazując na zmianach historycznych wyników. Pozytywnie należy ocenić to, że wzrost dywidend następuje w sytuacji, gdy spółki realizują projekty o rentowności nie satysfakcjonującej właścicieli.

Literatura

- Agrawal A., Jayaraman N. [1994], *The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory*, „Managerial and Decision Economics”, Vol. 15, 139–148.
- Aharony J., Swary I. [1980], *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*, „The Journal of Finance”, Vol. 35, No. 1, 1–12.
- Asquith P., Mullins D.W. [1983], *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth*, „The Journal of Business”, Vol. 56, No. 1, 77–96.

- Asquith P., Mullins D.W. [1986], *Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*, „Financial Management”, Vol. 15, No. 3, 27–44.
- Baker H.K. [2009], *Dividend and dividend policy*, John Wiley & Sons, New York.
- Baker H.K., Farrelly G.E., Edelman R.B. [1985], *A Survey of Management Views on Dividend Policy*, „Financial Management”, Vol. 14, No. 3, 78–84.
- Baker H.K., Powell G.E. [1999], *How Corporate Managers View Dividend Policy*, „Quarterly Journal of Business and Economics”, Vol. 38, No. 2, 17–35.
- Baker H.K., Singleton J.C., Veit E.T. [2011], *Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Bar-Yosef S., Huffman L. [1986], *The Information Content of Dividends: A Signalling Approach*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 21, Issue 01, 47–58.
- Bhattacharya S. [1979], *Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy*, „The Bell Journal of Economics”, Vol. 10, No. 1, 259–270.
- Bhattacharya S. [1980], *Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 95, No. 1, 1–24.
- Black F. [1976], *The Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management”, Vol. 2, No. 2, 5–8.
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R. [2005], *Payout Policy in the 21st Century*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 77, 483–527.
- Brycz B., Pauka M., *Ocena polityki wypłat dywidend z wykorzystaniem rachunku przepływów pieniężnych – badania empiryczne*, „Problemy zarządzania. Kapitał i informacja w zarządzaniu przedsiębiorstwem”, vol. 9, nr 4 (34), t. 2, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Bulan L.T., Subramanian N. [2009], *The Firm Life Cycle Theory of Dividends*, w: Baker H.K., *Dividend and dividend policy*, John Wiley & Sons, New York.
- Damodaran A. [2007], *Finanse korporacyjne: teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J [1996], *Reversal of fortune. Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 40, 341–371.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M. [2006], *Dividend policy and the earned / contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 81, 227–254.
- Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. [1994], *The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 29, Issue 04, 567–587.
- Easterbrook F.H. [1984], *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, „The American Economic Review”, Vol. 74, No. 4, 650–659.

- Fama E.F., Babiak H. [1968], *Dividend Policy: An Empirical Analysis*, „Journal of the American Statistical Association”, Vol. 63, No. 324, 1132–1161.
- Frankfurter G.M., Wood B.G., Wansley J.W. [2003], *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press.
- Grullon H., Michaely R., Swaminathan B. [2002], *Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?*, „Journal of Business”, Vol. 75, No. 3, 387–424.
- Healy P.M., Palepu K.G. [1988], *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 21, Issue 2, 149–175.
- Jensen M.C. [1986], *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „The American Economic Review”, Vol. 76, No. 2, 323–329.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, 305–360.
- John K., Williams J. [1985], *Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium*, „The Journal of Finance”, Vol. 40, No. 4, 1053–1070.
- Kowerski M., [2011], *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków.
- Lang L.H.P., Litzenberger R.H. [1989], *Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash flow Hypothesis?*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 24, 181–191.
- Lintner J. [1956], *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, „The American Economic Review”, Vol. 46, No. 2, 97–113.
- Miller M.H., Modigliani F. [1961], *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business”, Vol. 34, No. 4, 411–433.
- Miller M.H.; Rock K. [1985], *The Dividend Policy under Asymmetric Information*, „The Journal of Finance”, Vol. 40, No. 4, 1031–1051.
- Mueller D.C. [1972], *A Life Cycle Theory of the Firm*, „The Journal of Industrial Economics”, Vol. 20, No. 3, 199–219.
- Ofer A.R., Thakor A.V. [1987], *A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends*, „The Journal of Finance”, Vol. 42, No. 2, 365–394.
- Ross S.A. [1977], *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, „The Bell Journal of Economics”, Vol. 8, No. 1, 23–40.
- Sierpińska M. [1999], *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Słoński T., Zawadzki B. [2011] *Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, referat wygłoszony na konferencji *Rynek finansowy – konkurencyjność, efektywność, wyzwania*, Lublin 2011, artykuł niepublikowany.

- Thanatawee Y. [2011], *Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand*, „International Journal of Financial Research”, Vol. 2, No. 2, 52–60.
- Uchman J. [2002], *Podatkowe uwarunkowania polityki wypłat dywidend spółek kapitałowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław.
- Yoon P.S., Starks L.T. [1995], *Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements*, „Review of Financial Studies”, Vol. 8, Issue 4, 995–1018.
- Gielda Papierów Wartościowych, Analizy i statystyki – Roczniki giełdowe za lata od 1999 do 2010, www.gpw.pl/roczniki_gieldowe.

DIVIDEND POLICY ANALYSIS IN POLISH COMPANIES QUOTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

Dividend policy is one of the most researched area in corporate finance, but the basic questions asked by Fisher Black, “Why do corporations pay dividends? Why do investors pay attention to dividends?” seems to be still unanswered. One explanation is that dividend is a tool used by managers to send signals to investors about the firm’s financial condition reducing asymmetry of information. Moreover, dividends may be determined by the need to distribute the firm’s free cash flow to avoid investing in low-return projects. Despite different explanations for dividends there are firms that regularly pay dividends. How do they set their dividend policy? The aim of this paper is to evaluate if the public companies listed on the Warsaw stock exchange that pay dividends regularly have stable dividend policy and to analyse how they set it?

Keywords: dividend policy, companies, stock exchange

Translated by Marek Pauka, Bogumiła Brycz