

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 439

**Problemy ekonomii,
polityki ekonomicznej
i finansów publicznych**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Barbara Cibis
Łamanie: Beata Mazur
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach internetowych
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



Wydanie publikacji dofinansowane ze środków Fundacji KGHM Polska Miedź

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-594-0

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Barczak: Sezonowość i prognozowanie ruchu pasażerskiego w transporcie lotniczym na przykładzie Portu Lotniczego Szczecin-Goleńców / Air passenger traffic forecasting and seasonality on the example of Szczecin-Goleńców Airport	11
Iwona Bąk, Beata Szczecińska: Przestrzenne zróżnicowanie województw Polski pod względem sytuacji społeczno-gospodarczej / Spatial differentiation of Polish voivodeships in terms of socio-economic situation	23
Iwona Bąk, Beata Szczecińska: Wykorzystanie statystycznej analizy danych do oceny rynku pracy w Polsce na tle krajów Unii Europejskiej / Application of statistical data analysis to evaluation of the labour market in Poland in comparison to the countries of the European Union	35
Patrycja Chodnicka-Jaworska: Determinanty ratingów kredytowych krajów strefy euro / Determinants of euro zone countries' credit ratings.....	47
Piotr Chojnacki, Tomasz Kijek: Wydatki na prace badawczo-rozwojowe a wartość rynkowa firm biotechnologicznych / R&D expenditures and market value of biotechnology firms	59
Magdalena Cyrek: Within and between sectoral sources of wage inequality across European Union countries / Wewnątrz- i międzysektorowe źródła nierówności płacowych pomiędzy państwami Unii Europejskiej	67
Marta Czekaj: Wybrane problemy sukcesji gospodarstw rolnych w Polsce / Selected problems of succession of farms in Poland.....	77
Mieczysław Dobija: Ekonomia pracy. Gospodarka bez deficytu z ograniczonymi podatkami / Economics of labor. Deficit free economy with limited taxes	90
Małgorzata Magdalena Hybka: Personal income tax expenditures in Germany and Poland / Preferencje w podatku dochodowym od osób fizycznych w Niemczech i w Polsce	104
Marcin Idzik: Financial inclusion in Poland in the segment of young consumers / Inkluzja finansowa w Polsce w segmencie młodych konsumentów...	115
Dorota Jegorow: Ekonomia próżni – wyzwania rozwojowe / Economics of emptiness – developmental challenges.....	126
Elżbieta Jędrych: Innowacje społeczne w przedsiębiorstwach / Social innovations in enterprises	134

Marcin Jędrzejczyk: Kwantytatywna formuła wyznaczania kursu centralnego w procesie rozszerzania unii walutowej / Quantitative formula to determine central rate in the process of monetary union extension.....	144
Adam Karbowski: Strategiczne znaczenie kosztu stałego ustanowienia współpracy badawczo-rozwojowej przedsiębiorstw / Strategic meaning of the fixed set-up cost of R&D cooperation	154
Wojciech Kisiała: Nierówności regionalne a wzrost gospodarczy – weryfikacja hipotezy odwróconego U Williamsona / Regional inequalities vs. economic growth – testing Williamson’s inverted U-curve hypothesis	167
Krzysztof Kluza: Wpływ wzrostu stóp procentowych na ryzyko kredytowe jednostek samorządu terytorialnego / Effect of higher interest rates on credit risk of local government units	178
Iwona Kowalska: Konsekwencje finansowe dla gmin podwyższenia wieku obowiązku szkolnego / Financial consequences of raised school starting age for communes.....	194
Joanna Kuczevska, Sylwia Morawska: Court Excellence Model jako narzędzie poprawy sprawności organizacyjnej sądów / Court Excellence Model as a tool of improving the organizational efficiency of courts	206
Paweł Kulpaka: Niezachowanie względnego parytetu siły nabywczej w wybranych krajach członkowskich strefy euro w latach 1999-2015 / Disturbance of the relative purchasing power parity in the selected Member States of the eurozone in the years 1999-2015	219
Maria Miczyńska-Kowalska: Szanse i zagrożenia rynku pracy województwa lubelskiego na obszarach wiejskich / Opportunities and threats of the labour market in rural areas of Lublin Voivodeship	230
Teresa Miś: Rola funduszy i programów UE w wielofunkcyjnym rozwoju obszarów wiejskich / The role of EU funds and programs in multifunctional rural areas development	241
Dawid Obrzeźgiewicz: Wpływ podatku od towarów i usług na płynność finansową przedsiębiorstwa / Impact of VAT on financial liquidity of company.....	253
Tetiana Paientko: Public debt in Ukraine: irrational management and risks leading to corruption / Dług publiczny Ukrainy: zarządzanie irracjonalne i zagrożenia prowadzące do korupcji	265
Kateryna Proskura: Concept and rules of thin capitalization as means of minimizing tax load / Koncepcje i zasady niedostatecznej kapitalizacji jako środki minimalizacji obciążeń podatkowych.....	274
Jurij Renkas: Ekonomia pracy. Teoria godziwych wynagrodzeń / Economics of labor. Theory of fair remuneration	284
Viktor Shevchuk, Agnieszka Żyra: Światowe ceny metali a wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej / World metal prices vs. economic growth in the Central and East European countries	302

Jerzy Sokolowski: Czynniki kształtujące strategie cenowe sprzedaży usług przez hotele / Strategies in shaping the price sales for hotel services	315
Joanna Stefaniak: Usługi w nowej strategii rynku wewnętrznego / Services in the New Single Market Strategy.....	324
Maciej Szczepkowski: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Republice Czeskiej na tle Europy Środkowo-Wschodniej / Foreign direct investment in the Czech Republic in comparison to CEE region	335
Anna Walczyk: Formulation of the cluster development strategy – selected aspects / Formułowanie strategii rozwoju klastra – wybrane aspekty.....	344
Adam Wasilewski: Przesłanki i uwarunkowania instytucjonalnego wsparcia transferu innowacji do sektora przetwórstwa spożywczego / Premises and conditions of institutional support for the innovation transfer to the food processing sector.....	362
Anna Wildowicz-Giegiel, Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Podatek dochodowy jako instrument redystrybucji dochodów w Polsce na tle krajów UE-28 / Personal income tax as an instrument of income redistribution in Poland against the background of EU-28 countries	374
Michał Zaremba: Wpływ globalnego kryzysu finansowego na nierównowagi wewnętrzne w strefie euro / Impact of global financial crisis on the internal imbalances in the euro area.....	384
Jolanta Zawora: Działalność gminy w Niemczech i Polsce – uwarunkowania prawne, organizacyjne i finansowe / Activities of municipalities in Germany and Poland – legal, organizational and financial factors	393
Andrzej Zygula, Paweł Oleksy: Polityka dywidendowa spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na przykładzie sektora handel / Dividend policy of companies listed on the Warsaw Stock Exchange on the example of the trading sector	405
Jolanta Żukowska: Geoeconomia nowej rzeczywistości / Geoeconomics of new reality	417

Wstęp

Problemy ekonomii, polityki ekonomicznej i finansów publicznych wydajemy w serii Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Niniejsza publikacja, stanowiąca pierwszą z czterech części materiałów konferencyjnych, zawiera 36 opracowań, w tym sześć w języku angielskim. Zostały one poświęcone aktualnym problemom naukowo-badawczym z zakresu teorii ekonomii, realizacji polityki ekonomicznej – w wymiarze mikro- i makroekonomicznym – oraz zagadnieniom związanym ze stanem finansów publicznych w Polsce i na świecie.

Liczne grono autorów prezentuje wyniki swoich dociekań naukowych w postaci teoretycznych i empirycznych analiz związanych z polityką fiskalną na szczeblu centralnym i samorządowym, wykorzystaniem instrumentów polityki podatkowej w odniesieniu do opodatkowania kapitału, pracy i konsumpcji oraz z problemami polityki pieniężnej i rynku kapitałowego w skali krajowej i międzynarodowej. Ponadto zeszyt zawiera opracowania dotyczące nierówności społecznych, polityki regionalnej i lokalnej, rozwoju produkcji rolnej, obszarów wiejskich i przetwórstwa spożywczego, problemów sektora usług turystycznych i transportowych, jak również rozwoju innowacyjności przedsiębiorstw, efektywności wydatków na B+R oraz polityki państwa w obszarze rynku pracy.

Publikacja nasza jest adresowana do środowisk naukowych i studentów wyższych uczelni oraz osób, które w praktyce zajmują się finansami publicznymi, współczesnymi problemami polityki ekonomicznej czy ekonomii. Poszczególne artykuły były recenzowane przez profesorów uniwersytetów, w większości kierowników katedr ekonomii lub polityki ekonomicznej. Za ich rzetelne recenzje chciałbym serdecznie podziękować. Dziękuję również pracownikom Katedry Ekonomii i Polityki Ekonomicznej Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu oraz wszystkim osobom i instytucjom zaangażowanym w powstanie tej publikacji.

Jestem w pełni przekonany, że książka *Problemy ekonomii, polityki ekonomicznej i finansów publicznych* będzie Państwa inspirować do dalszych badań i dociekań naukowych oraz przyczyni się do powstania równie interesujących opracowań w przyszłości.

Jerzy Sokołowski

Andrzej Zygula, Paweł Oleksy

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

e-mail: zygulaa@uek.krakow.pl; oleksyp@uek.krakow.pl

POLITYKA DYWIDENDOWA SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE NA PRZYKŁADZIE SEKTORA HANDEL¹

DIVIDEND POLICY OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE ON THE EXAMPLE OF THE TRADING SECTOR

DOI: 10.15611/pn.2016.439.35

JEL Classification: G35, G32

Streszczenie: Spółki, które systematycznie dzielą się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem, dokonują wypłaty dywidendy najczęściej według określonego modelu wypłat. Celem artykułu jest przedstawienie możliwych modelowych polityk wypłat dywidendy, a w szczególności próba oceny stosowanych modeli dywidendowych w spółkach z sektora handel, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analizy polityk dywidend objęły lata 2004-2014. W pierwszej kolejności, wykorzystując model regresji logit, starano się zweryfikować, czy wśród badanych spółek sprawdzają się wnioski płynące z hipotezy polityki stabilnej dywidendy oraz z hipotezy polityki rezydualnej dywidendy. Następnie, wykorzystując wskaźniki: dywidenda na jedną akcję oraz wypłaty dywidendy, zbadano kształtowanie się tych relacji w kolejnych latach, co pozwoliło zidentyfikować modele polityki dywidend stosowane przez poszczególne spółki.

Słowa kluczowe: modele wypłat dywidendy, polityka stabilnej dywidendy, polityka rezydualnej dywidendy.

Summary: Companies which systematically share generated profit with shareholders perform a dividend payment according to a specific payout model. The aim of this article is to present possible model policies of dividend payments and, in particular, an attempt to evaluate dividend payout models applied in the trading sector companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Analyses of dividend policies covered the years 2004-2014. In the first place, using the logit regression model, attempts were made to verify if conclusions of the hypothesis of the policy of stable dividend and hypothesis of the policy of residual dividend were true for the examined companies. Next, by applying dividend per share and dividend payout ratios, the development of shaping of these relations in consecutive years was examined, which made it possible to identify models of dividend policy applied by individual companies.

Keywords: dividend payment models, stable dividend policy, residual dividend policy.

¹ Publikacja została sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

1. Wstęp

Zarówno w teorii finansów, jak i w teorii ekonomii uznaje się powszechnie, iż podstawowym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, a tym samym bogactwa jego właścicieli. Realizacja tego celu uwarunkowana jest działaniem szeregu czynników o charakterze endo- i egzogenicznym, wśród których szczególne znaczenie przypisać można decyzjom podejmowanym na poziomie właścicielskim w zakresie sposobu zagospodarowania osiągniętego w danym okresie zysku netto, determinującym kształt realizowanej polityki dywidendowej.

Należy zauważyć, że wybór określonej polityki dywidendowej uzależniony jest zarówno od fazy cyklu życia przedsiębiorstwa, jak i od poziomu rozwoju rynku kapitałowego, na którym jego akcje są przedmiotem obrotu. O ile w początkowej fazie rozwoju danego rynku kapitałowego akceptowane jest niewypłacanie dywidend akcjonariuszom, o tyle na rynku rozwiniętym inwestorzy oczekują bieżących dochodów z inwestycji w akcje spółek [Sierpińska 1999]. Podobna prawidłowość zachodzi w odniesieniu do przedsiębiorstw, przy czym ograniczona aktywność (lub jej brak) w obszarze polityki dywidendowej cechuje podmioty mniej dojrzałe, rozwijające się, ze względu na ich zwiększone zapotrzebowanie na kapitał wymagany do prowadzenia ekspansywnej działalności inwestycyjnej. Wraz ze stabilizacją poziomu ich rozwoju ze strony inwestorów narasta presja na implementację rozwiązań w zakresie długofalowej polityki dywidendowej.

Celem artykułu jest przedstawienie możliwych modelowych polityk wypłat dywidendy, a w szczególności próba oceny stosowanych modeli wypłat dywidendy w spółkach z sektora handel, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004-2014.

2. Modele wypłat dywidendy

Spółka wypłacająca dywidendę musi podjąć decyzję dotyczącą nie tylko wysokości dywidendy, ale również jej formy oraz czasu i częstotliwości wypłacania [Duraj 2001]. Dokonując podziału zysku w sposób regularny, realizuje ona wypłaty dywidendy według określonego modelu.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa zasadnicze modele wypłat, tj. politykę stałej stopy wypłat dywidendy oraz politykę stałej wysokości dywidendy na akcję². Dodatkowo do modeli tych zalicza się też często politykę rezydualnej dywidendy [Besley, Brigham 2008; Baker, Powell 2005; Sierpińska 1999]³.

² W literaturze spotkać też można inne szczególne przypadki, tj.: politykę stałej dywidendy z „dywidendą extra”, politykę zerowej dywidendy czy też politykę 100% stopy wypłat dywidendy z zysku, zob. np.: [Watson, Head 2010; Sierpińska 1999].

³ Według niektórych autorów, polityka rezydualnej dywidendy jest raczej elementem polityki inwestycyjnej, a nie polityki dywidendowej firmy i dlatego nie prezentują jej w ramach modeli wypłat, ale jako odrębną teorię dywidendy, zob. np.: [Megginson, Smart 2009; Lasher 2008].

Polityka stałej wysokości dywidendy na akcję przejawia się w regularnych wypłatach i stabilności wysokości dywidend za jedną akcję. W modelu tym wspomniana stabilność wysokości wypłacanych dywidend nie oznacza jednak, że dywidenda nie może wzrastać w czasie [Sierpińska 1999]. Wzrost dywidendy jest możliwy, ale tylko gdy firma osiąga nowy, stały, wyższy poziom zysków. Stabilność wartości wysokości wypłacanych dywidend na akcję nie oznacza też sztywności w dół dywidendy i niemożności redukcji wypłat. Dywidenda może maleć, ale tylko w przypadku, gdy firma w dłuższym okresie nie może utrzymać ustalonego poziomu wypłat. Inwestorzy, którzy nabywają akcje spółki realizującej tego typu model wypłat, z góry wiedzą, czego mogą oczekiwać w kolejnych latach posiadania akcji.

W wielu krajach występowanie inflacji sprawiło, iż spółki były zmuszone zweryfikować prowadzoną przez siebie dotychczasową politykę dywidendy. Akcjonariusze, odczuwając negatywne skutki inflacji, domagali się od spółek rekompensaty z tytułu utraty części wartości dywidendy, w efekcie pociągało to za sobą decyzje spółek o wzroście wysokości wypłacanej dywidendy o wskaźnik inflacji. W ten sposób powstała odmiana polityki stałej wysokości dywidendy na akcję, określana w literaturze bądź jako polityka stale wzrastających wypłat dywidend [Sierpińska 1999], bądź też jako polityka stabilnej stopy wzrostu [Besley, Brigham 2008]. Niezależnie od przyjętej nazwy w tym modelu wypłat spółka ustala docelową stopę wzrostu dla dywidendy, równą najczęściej w przybliżeniu długookresowej przeciętnej stopie inflacji i dąży do podnoszenia dywidend o taką wielkość w każdym roku. W praktyce oznacza to więc, że wciąż mamy do czynienia z polityką stałych wypłat dywidend, ale w ujęciu realnym, a nie nominalnym. Oczywiście zyski muszą też rosnąć w rozsądnie stabilnym tempie, aby była możliwa realizacja tej polityki [Brigham 1996].

Obecnie, jak podaje to wielu autorów [Besley, Brigham 2008; Ross, Westerfield, Jordan 2013], przedsiębiorcy najczęściej wybierają politykę dywidendy, która łączy w sobie przedstawione powyżej cechy. Oznacza to więc wypłacanie stałych lub wzrastających w długim okresie dywidend, bowiem jak podkreślają to Besley i Brigham [2008], polityka ta opiera się przede wszystkim na regule „nigdy nie zmniejszaj rocznych dywidend”.

Polityka stałej stopy wypłat dywidendy polega na wypłacaniu stałej (lub względnie stałej), wyrażonej procentowo części wielkości zysku danego roku obrotowego. W modelu tym wielkość wypłacanej dywidendy zmienia się zatem proporcjonalnie do zmian zysku przypadającego na jedną akcję [Sierpińska 1999].

Spółki, decydując się na płać dywidend w stałej proporcji do wygospodarowanych zysków, najczęściej traktują to jako długookresową strategię, która polega na wyznaczeniu docelowego wskaźnika wypłat. Długookresowa docelowa stopa wypłat zawsze jest względnie stała [Baker, Powell 2005]. W krótkim okresie natomiast spółki starają się utrzymać dywidendy na stosunkowo stałym poziomie. Aby to osiągnąć perspektywnie, spółki akumulacją części zysków w okresie, kiedy są one wysokie. Dochody w postaci zysków niepodzielnych są następnie inwestowane

w instrumenty finansowe o krótkim terminie zapadalności, a później przeznaczone na wypłaty dywidend w sytuacji, gdy warunki gospodarcze ulegną pogorszeniu. Ze względu jednak na wysoki koszt utrzymywania takich rezerw gotówki na stosowanie tej strategii może pozwolić sobie niewiele firm [Sierpińska 1999]. Dodatkowo wśród wad wymienia się też niepewność co do poziomu przyszłych wypłat dywidendy oraz znaczne wahania, a zwłaszcza redukcje poziomu dywidendy w okresie niskiego zysku. Tym samym, jak stwierdzili Watson i Head [2010], ta polityka dywidendy nie nadaje się dla firm, których akcjonariusze oczekują stabilnych wypłat dywidendy.

Polityka rezydualnej dywidendy [Duraj 2001] polega na traktowaniu decyzji o wypłacie dywidend jako decyzji rezydualnej względem potrzeb inwestycyjnych spółki. Decyzje odnoszące się do potrzeb inwestycyjnych są tu uznawane za nadrzędne w stosunku do decyzji dotyczących dywidend. Zarówno Smith [2009], jak i Van Horne oraz Wachowicz [2008] w tym kontekście stoją na stanowisku, że menedżerowie mający na celu maksymalizację wartości dla akcjonariuszy powinni inwestować dopóty, dopóki będą dostępne atrakcyjne przedsięwzięcia inwestycyjne. Gdy menedżerowie wyczerpią już wszystkie takie możliwości, firma powinna pozostała w jej dyspozycji środki pieniężne (tzw. resztkowe przepływy pieniężne (*residual cash flow*)) wypłacić w formie dywidendy. Spółka stosująca tego typu politykę dywidend wypłaca więc dywidendy jedynie wtedy, gdy zyski pokryją zapotrzebowanie na kapitały związane z nowymi inwestycjami.

Brigham i Ehrhardt [2008] stwierdzają, że spółki w ramach tej polityki muszą mieć szczególnie na względzie to, iż kwota wypłacanej dywidendy może bardzo wahać się między poszczególnymi okresami. Możliwości inwestycyjne zmieniają się z roku na rok i w efekcie w jednym roku firma może ogłosić zerową dywidendę, gdy możliwości te są dobre, a w następnym roku może wypłacić duże dywidendy, gdy możliwości inwestycyjne byłyby słabe. Podobnie wahające się zyski mogą prowadzić do zmienności dywidendy, nawet gdyby możliwości inwestycyjne były stałe w czasie. Jak podkreślają Baker i Powell [2005], bardzo duża niestabilność dywidendy jest główną wadą tej polityki i może ona prowadzić do znacznych wahań cen akcji i niezadowolenia inwestorów.

W zmodyfikowanym ujęciu, klasyfikacja powyższych modeli wypłat sprowadza się też często do podziału polityk dywidendowych po prostu na politykę stabilnej dywidendy i politykę rezydualnej dywidendy [Van Horne, Wachowicz 2008; Ross, Westerfield, Jordan 2013].

Polityka (hipoteza) stabilnej dywidendy opiera się przede wszystkim na badaniach zrealizowanych przez Lintnera [1956]. W latach 50. ubiegłego stulecia stwierdził on, że zarządy spółek wyznaczają długoterminowe wskaźniki wypłat, przy czym ustalenia te dotyczą nie tyle bezwzględnych wysokości dywidend, ile względnych zmian w wielkości dywidend w przyszłości. Zmiany te powinny bowiem odzwierciedlać długookresowe fluktuacje poziomu zysków przy jednoczesnym unikaniu podwyżek w wypłacie dywidend, które w kolejnych latach prowadziłyby do ryzyka

gwałtownych obniżek wypłat. Według Lintnera [1956] spółki koncentrują uwagę na zachowaniu stabilności wypłaty dywidend.

W polityce (hipotezie) rezydualnej dywidendy zakłada się z kolei, jak już wcześniej wspomniano, że polityka inwestycyjna jest nadrzędna w stosunku do polityki dywidend, w wyniku czego zysk jest wypłacany akcjonariuszom tylko wówczas, gdy zrealizowane zostaną wszystkie planowane projekty inwestycyjne.

3. Ocena modeli polityki dywidendowej spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Przedmiotem badań empirycznych, prowadzonych w niniejszym artykule, jest weryfikacja wybranych polityk dywidendowych stosowanych przez spółki giełdowe należące do sektora handel, a ściślej ujmując, próba odpowiedzi na pytanie, jak wśród tych podmiotów sprawdzają się wnioski płynące zarówno z hipotezy stabilnej dywidendy, jak i z hipotezy rezydualnej dywidendy.

Analiza wspomnianych typów polityk dywidendowych objęła lata 2004-2014. Wyjściową próbę badawczą stanowiły spółki, które na koniec 2014 r. były notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Następnie, w oparciu o dane bazy Notoria Serwis, z tej ogólnej próby wyłoniono spółki sektorów handel detaliczny i handel hurtowy, grupując je w jeden zbiór, tj. sektor handel. W dalszej kolejności z próby tej usunięto firmy, których dane finansowe w bazie Notoria Serwis były niedostępne. Lista spółek wypłacających dywidendę została zidentyfikowana z kolei na podstawie kalendarzy wypłat dywidend zawartych w Rocznikach Giełdowych z poszczególnych lat. W wyniku tak przeprowadzonego doboru otrzymano próbę badawczą składającą się z 51 podmiotów, które odpowiadały łącznie za 434 badane zdarzenia, w tym 151 zdarzeń „wypłata dywidendy” (D) i 283 zdarzenia „brak wypłaty” (N). W tabeli 1 zawarto szczegółowe zestawienie liczebności badanej próby w poszczególnych latach.

Tabela 1. Liczebność analizowanej próby badawczej w latach 2004-2014

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ogółem
D	5	7	10	13	14	12	14	17	20	18	21	151
N	12	14	19	27	29	32	32	29	28	31	30	283

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis i Roczników Giełdowych z poszczególnych lat.

W poniżej prezentowanych analizach, wykorzystując model regresji logit, starano się zweryfikować, czy wśród spółek giełdowych należących do sektora handel sprawdzają się wnioski płynące zarówno z hipotezy stabilnej dywidendy, jak i z hipotezy rezydualnej dywidendy.

Dokonując analizy logit, na wstępie założono, że zmienną zależną jest zmienna zerojedynkowa, określona na podstawie wskaźnika dywidenda na jedną akcję – DPS_t (*dividend per share*), która przyjmuje wartość 1, jeśli spółka wypłaciła dywidendę w roku t i 0 w przeciwnym razie. Zmiennymi niezależnymi regresji są natomiast wskaźniki odnoszące się do wniosków płynących z hipotez.

Zgodnie z wnioskami płynącymi z modelu Lintnera spółki, które wypłacały zyski w roku $t - 1$, były skłonne wypłacać zyski również w roku t . W modelu uwzględniono tym samym zmienną jakościową *WYPŁATA*, która przyjmuje wartość 1 jeżeli spółka w roku $t - 1$ dokonała wypłaty dywidendy oraz wartość 0, jeśli w roku $t - 1$ wypłaty dywidendy nie było.

W odniesieniu do hipotezy rezydualnej dywidendy zbadano powiązanie pomiędzy prawdopodobieństwem wypłaty zysku w roku t a wielkością inwestycji zrealizowanych przez spółkę w roku $t - 1$. Zgodnie z tą hipotezą spółki, które przeznaczają większe środki na inwestycje, rzadziej będą wypłacać dywidendy niż spółki, w których możliwości inwestycyjne są ograniczone. W modelach wykorzystano zmienną *INWESTYCJE* [Będowska-Sójka 2007], obliczoną jako relacja wartości inwestycji ogółem w roku $t - 1$ do wartości aktywów ogółem w roku $t - 1$.

Dodatkowo w analizowanych modelach wprowadzono dwie zmienne kontrolne.

Pierwsza zmienna – *ZYSK*. Easterbrook [1984] i Jensen [1986] wyrazili opinię, że bardziej zyskowe firmy zwykle częściej wypłacają dywidendy po to, aby kontrolować koszty pośrednictwa wynikające z nadmiaru wolnych środków pieniężnych. W analizach, w ślad za innymi autorami [Baba 2009], zastosowano wskaźnik rentowności aktywów obliczony jako relacja zysku z działalności operacyjnej w roku $t - 1$ do wartości aktywów ogółem w roku $t - 1$.

Druga zmienna – *WIELKOŚĆ*. Fama i French [2001], a także Grullon, Michaely i Swaminathan [2002] twierdzą, że firmy płacące dywidendy to głównie firmy duże, dojrzałe i mające małe możliwości inwestycyjne. W przeciwieństwie natomiast do tych firm, małe, młode firmy, mające duże możliwości rozwoju, rzadko wypłacają dywidendy. W analizach wykorzystano logarytm naturalny z wartości aktywów ogółem ($t - 1$) jako wskaźnik obrazujący wielkość firmy [Fama, French 2001].

W tabeli 2 przedstawiono hipotetyczne relacje między omówionymi zmiennymi a prawdopodobieństwem wypłaty zysku w spółce.

Tabela 2. Przewidywane relacje pomiędzy prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy a cechami charakterystycznymi spółki

Zmienna	Formuła	Oczekiwany znak korelacji
<i>WYPŁATA</i>	1 ($t - 1$) lub 0 ($t - 1$)	dodatni
<i>INWESTYCJE</i>	inwestycje ogółem ($t - 1$) / aktywa ogółem ($t - 1$)	ujemny
<i>ZYSK</i>	zysk z działalności operacyjnej ($t - 1$) / aktywa ogółem ($t - 1$)	dodatni
<i>WIELKOŚĆ</i>	logarytm naturalny z wartości aktywów ogółem ($t - 1$)	dodatni

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fama, French 2001; Baba 2009; Będowska-Sójka 2007].

Przechodząc do badań, na wstępie przeprowadzono test różnic (test t) przyjętych średnich wskaźników finansowych skalkulowanych w roku $t - 1$ dla spółek (1), które wypłaciły dywidendę w roku t , i spółek (0), które dywidendy w roku t nie wypłaciły. Test ten miał zweryfikować, że różnica pomiędzy średnimi wskaźników w obu populacjach jest różna od zera. W tabeli 3 zaprezentowano wyniki testu.

Tabela 3. Test dla różnic średnich wskaźników finansowych spółek (1), które wypłaciły dywidendę, i spółek (0), które dywidendy nie wypłaciły

Zmienne	Średnia wartość wskaźnika dla spółek (0)	Średnia wartość wskaźnika dla spółek (1)	Empiryczny poziom istotności α
<i>INWESTYCJE</i>	0,069	0,130	0,0293
<i>ZYSK</i>	0,018	0,078	0,0000
<i>WIELKOŚĆ</i>	12,003	12,546	0,0000

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Tabela 4. Modele logitowe polityki wypłat

Zmienna \ Model logitowy		M_1	M_2	M_3	M_4	M_5
		Wyraz wolny	ocena parametru poziom istotności błąd standardowy	-1,819 0,0000 0,1664	-1,758 0,0000 0,1774	-5,315 0,0005 1,5127
<i>WYPŁATA</i>	ocena parametru poziom istotności błąd standardowy	3,332 0,0000 0,2802	3,230 0,0000 0,2849	3,109 0,0000 0,2944		3,084 0,0000 0,2959
<i>INWESTYCJE</i>	ocena parametru poziom istotności błąd standardowy		0,325 0,6772		1,142 0,6683	0,382 0,6363
<i>ZYSK</i>	ocena parametru poziom istotności błąd standardowy			8,504 0,0000 2,0179	9,160 0,0000 1,7043	8,568 0,0000 2,0218
<i>WIELKOŚĆ</i>	ocena parametru poziom istotności błąd standardowy			0,257 0,0335 0,1204	0,377 0,0001 0,0949	0,252 0,0368 0,1204
Całkowita strata		184,42	175,42	162,91	232,96	162,68
Ch ² modelu		192,01	177,38	202,39	62,30	202,86
Poziom istotności modelu		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

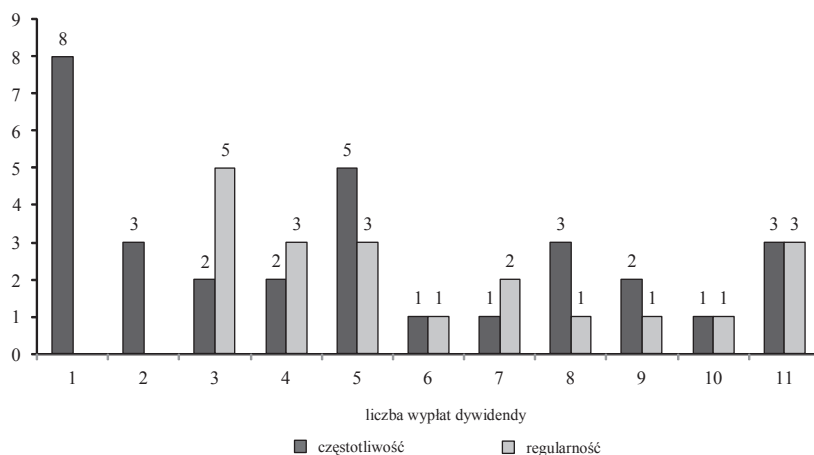
Brak liczby oznaczającej poziom istotności dla danej zmiennej oznacza, że zmienna ta była statystycznie nieistotna (empiryczny poziom istotności był wyższy niż 0,05).

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z bazy Notoria Serwis.

Na podstawie wyników obliczeń zawartych w tabeli 3 można stwierdzić, że przy przyjętym poziomie istotności $\alpha = 0,05$ wszystkie różnice średnich są statystycznie istotne, co oznacza, że istnieje wpływ zmiennej zależnej (*DPS*) na ich wielkość. Wszystkie zaprezentowane powyżej zmienne oraz wcześniej omówiona zmienna jakościowa (*WYPŁATA*) użyte zostały następnie do budowy modeli logitowych. W tabeli 4 przedstawiono niektóre spośród oszacowanych modeli logitowych.

W modelach użyto 4 zmiennych objaśniających. Wartości ocen parametrów stojących przy zmiennych *WYPŁATA* są dodatnie, zgodnie z hipotezą stabilnej dywidendy, co oznacza, że dokonanie wypłaty dywidendy w roku $t - 1$ zwiększa prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w roku t . Parametry stojące natomiast przy zmiennej *INWESTYCJE* są we wszystkich prezentowanych modelach statystycznie nieistotne. Dodatkowo w odniesieniu do tej zmiennej znaki ocen parametrów są dodatnie, a tym samym niezgodne z oczekiwaniami płynącymi z hipotezy rezydualnej dywidendy. Sytuacja ta, wydaje się tu jednak związana ze specyfiką branży handel, gdzie inwestycje nie mają aż tak dużego znaczenia, jak w przypadku innych sektorów przemysłowych. Z kolei parametry oszacowane dla zmiennych kontrolnych *ZYSK* i *WIELKOŚĆ* są statystycznie istotne, a ich znaki zgodne z oczekiwaniami. Oznacza to więc, że wypłata dywidendy jest bardziej prawdopodobna w spółkach dużych i zyskowych.

Dokonując dalej szczegółowej oceny stosowanych w latach 2004-2014 modeli polityki dywidend przez spółki giełdowe z sektora handel, skoncentrowano się tylko na tych podmiotach, które w analizowanym okresie dokonały wypłaty dywidendy przynajmniej jeden raz. Próbę badawczą w tym przypadku stanowiło 31 spółek odpowiedzialnych łącznie za 151 zdarzeń dywidendowych.



Rys. 1. Częstotliwość i regularność wypłacania dywidendy przez spółki sektora handel w latach 2004-2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tabela 5. Poziom dywidendy oraz stopa wypłat dywidendy w spółkach sektora handel notowanych na GPW w Warszawie

Spółki	20-	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	*
EFEKT	DPS	0,4	0,4	0,5	0,5	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,65	0,65	swd
	DPR	0,45	0,39	0,45	0,58	0,38	0,42	0,37	0,30	0,28	0,21	0,25	
EMPERIA	DPS	0,27	0,32	2,76	1,74	0,88	0,59	0,92	2,63	56,41	0,93	0,9	ss/r
	DPR	0,21	0,22	2,22	1,72	0,90	6,27	0,32	0,64	1,04	1,03	1,12	
STALPROFI	DPS	2,5	3	0,25	0,3	0,26	0,11	0,11	0,25	0,27	0,14	0,09	swd/ss
	DPR	0,14	0,12	0,23	0,23	0,28	0,92	0,30	0,19	0,19	0,20	0,20	
NEUCA	DPS		1,00	1,00	1,23	1,48	1,85	2,00	2,30	2,60	3,20	3,80	swd
	DPR		0,29	0,25	0,43	0,40	1,11	0,68	0,56	0,36	0,39	0,59	
EUROCASH	DPS			0,16	0,23	0,30	0,30	0,37	0,37	0,18	0,90	0,79	swd/ss
	DPR			0,63	0,82	0,87	0,66	0,70	0,80	0,38	0,86	1,20	
ACTION	DPS				0,15	0,27	1,46	0,85	0,43	0,84	1,5	1	swd/ss
	DPR				0,24	0,20	0,60	0,30	0,30	0,40	0,51	0,26	
EUROTEL	DPS				0,23	0,38	1,05	1,20	1,40	1,50	1,60		swd
	DPR				0,48	0,27	0,70	0,79	0,87	0,91	0,99		
WANDALEX	DPS	0,1	0,2	0,05	0,1	0,12	0,02	0,05		0,12		0,15	r
	DPR	0,61	0,55	0,20	0,31	0,41	0,09	0,24		0,93		0,50	
CCC	DPS			1	1		1	1	1,5	1,6	1,6	1,6	swd
	DPR			1,03	0,78		0,44	0,56	0,67	0,70	1,07	0,62	
LPP	DPS							50	76,86	77,36	85,1	93,6	swd
	DPR							0,72	0,90	0,58	0,45	0,43	
NORTCOAST	DPS			0,08	0,12	0,16	0,05	0,05					swd
	DPR			0,25	0,47	0,56	0,25	0,39					
TFONE	DPS			0,12				0,15	0,55	0,6	0,12	0,1	swd
	DPR			0,16				0,36	1,18	0,97	1,88	0,31	
BERLING	DPS								0,09	0,2	0,21	0,3	swd
	DPR								0,18	0,39	0,45	0,73	
KOMPUTRON	DPS								0,12	0,36	0,11	0,27	ss
	DPR								0,46	0,22	0,23	0,21	
PELION	DPS	2	2,2	2,4	2,4				1,23	1,5	2	3	swd
	DPR	0,42	0,50	0,51	0,39				0,18	0,19	1,17	0,53	
ABCADATA	DPS									0,16	0,24	0,36	swd
	DPR									1,40	0,98	1,14	
OPONEO.PL	DPS					0,1		0,01		0,2	0,03	0,03	r/swd
	DPR					0,306		0,071		0,097	0,319	0,153	
SOLAR	DPS									0,65	0,21	0,04	r
	DPR									0,40	0,36	0,13	
TELL	DPS						0,5	1	0,8		1	1	swd/r
	DPR						0,46	0,96	0,89		0,57	0,52	
INTERCARS	DPS		0,17		0,34	0,69				0,3		0,71	r
	DPR		0,096		0,200	0,203				0,041		0,067	

* r – polityka rezydualnej dywidendy; swd – polityka stałej wielkości dywidendy na akcję; ss – polityka stałej stopy wypłat dywidendy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis i Roczników Giełdowych z poszczególnych lat.

W celu wyodrębnienia spółek stosujących dany model polityki dywidend przeanalizowano częstotliwość i regularność wypłacania dywidendy przez poszczególne podmioty w całym badanym okresie (rys. 1).

Obserwując przedstawioną na rysunku 1 częstotliwość wypłat, można zauważyć, że w analizowanym horyzoncie czasowym 8 spółek wypłaciło dywidendę tylko jednokrotnie, maksymalnej liczby wypłat dywidendy dokonały natomiast tylko 3 spółki.

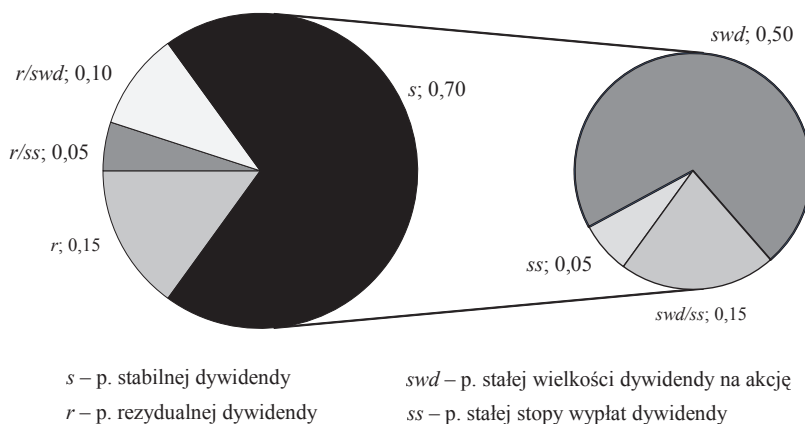
O stosowaniu polityki dywidend można mówić dopiero wówczas, gdy spółka wypłaca dywidendy w sposób regularny. Przypadkowe wypłaty dywidendy nie są więc podstawą do stwierdzenia, iż spółka stosuje przemyślaną i racjonalną politykę dywidend [Kaźmierska-Józwiak 2008]. W związku z powyższym istotne było przeanalizowanie przede wszystkim, z jaką regularnością spółki wypłacały dywidendy swoim akcjonariuszom w latach 2004-2014. Przyjęto przy tym, iż spółkę można uznać za regularnie płacącą dywidendę, jeżeli wypłaty miały miejsce co najmniej przez trzy kolejne lata.

Mając na uwadze rezydualną politykę dywidendy i to, że w przypadku jej stosowania w danym roku dywidenda może nie być wypłacana w ogóle, do analizy włączono też spółki, które przy pewnej obserwowanej regularności wypłat dywidendy przez tylko jeden rok zawiesiły wypłaty tej dywidendy. W wyniku takiego rozszerzenia próba powiększyła się o jeden podmiot. Liczbę systematycznie dokonanych wypłat przedstawia również rysunek 1 oraz tabela 5. Jak wynika z tego zestawienia, regularnych wypłat dokonało 20 podmiotów. Minimum 3 wypłat dokonało przy tym pięć spółek, a maksimum 11 wypłat – trzy. Analiza regularności pokazała też, że spośród badanych spółek tylko 3 po kilkuletnim okresie dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami zaprzestały wypłaty dywidend.

W dalszej kolejności próby oceny modeli dywidendowych (tabela 5) dokonano w oparciu o wskaźnik dywidenda na jedną akcję (*DPS*) i wskaźnik wypłaty dywidendy (*DPR*). Analiza kształtowania się tych relacji w kolejnych latach, mając też na względzie cechy prezentowanych wcześniej polityk, pozwoliła (subiektywnie) zidentyfikować modele wypłat dywidend stosowane przez poszczególne spółki w badanym okresie.

Analizując modele dywidendowe, na wstępie należy zauważyć, że spośród 51 podmiotów zakwalifikowanych do sektora handel 20 w całym rozpatrywanym okresie nie wypłaciło dywidendy w ogóle. Można więc przyjąć, że blisko 40% spółek stosowało tzw. politykę zerowej dywidendy.

Jak wynika z powyższego zestawienia (rys. 2), wśród pozostałych spółek regularnie wypłacających dywidendę dominował model stabilnej polityki dywidendy, co w pewnym sensie potwierdza wcześniejsze wyniki analiz. 70% analizowanych spółek stosowało ten model wypłat, a w szczególności udział ten stanowił sumę trzech wykorzystywanych modeli, tj.: 50% polityka stabilnej wielkości dywidendy, 5% polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy i 15% kombinacja tych dwóch wymienionych



Rys. 2. Struktura modeli dywidendowych wykorzystywanych przez spółki sektora handel notowane na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 5.

polityk. Drugim pod względem popularności rodzajem polityki dywidendowej była polityka rezydualna, którą stosowało 15% spółek. Znaczenie pozostałych modeli wypłat było ograniczone (r/swd 10%; r/ss 5%).

4. Zakończenie

Przeprowadzone w niniejszym artykule analizy pokazały, że w badanym okresie, tj. w latach 2004-2014, modele wypłat dywidendy spotykane na rozwiniętych rynkach kapitałowych w znacznej mierze występowały również na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Na podstawie oszacowanych równań regresji logitowych można stwierdzić, że uzyskane rezultaty są zbieżne z wnioskami płynącymi głównie z hipotezy modelu stabilnej dywidendy. W szczególności wykazano, że na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w roku t w spółkach giełdowych w sektorze handel wpływ miały takie czynniki z roku $t-1$, jak wypłata dywidendy, wielkość spółki oraz rentowność. Innymi słowy spółki, które wypłaciły dywidendy w poprzednim roku oraz były zyskowe i duże, cechowała większa skłonność do wypłaty dywidendy swoim akcjonariuszom w roku kolejnym.

Analiza częstotliwości i stabilności stosowania polityk dywidendy przez poszczególne spółki w sektorze handel także potwierdziła wcześniejsze wnioski co do wykorzystywanych modeli polityk dywidendy. Pokazała ona bowiem, że 70% spółek regularnie wypłacających dywidendę wykorzystywało model stabilnej polityki dywidendy, a 15% stosowało politykę rezydualnej dywidendy. Pozostałe modele wypłat nie odgrywały znaczącej roli.

Literatura

- Baba N., 2009, *Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms*, Pacific-Basin Finance Journal, vol. 17, s. 163-174.
- Baker H.K., Powell G.E., 2005, *Understanding financial management: A practical guide*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Besley S., Brigham E.F., 2008, *Essentials of Managerial Finance*, 14th edn, Thomson South-Western, Mason.
- Będowska-Sójka B., 2007, *Modele logitowe polityki wypłat polskich spółek giełdowych*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, nr 87, s. 22-33.
- Brigham E.F., 1996, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa.
- Brigham E.F., Ehrhardt M.C., 2008, *Financial Management: Theory and Practice*, 12th edn, Thomson South-Western, Mason.
- Duraj A.N., 2001, *Teoria i praktyka polityki wypłat dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych*, Ekonomia, nr 4, s. 129-149.
- Easterbrook F., 1984, *Two agency cost explanations of dividends*, The American Economic Review, vol. 74, s. 650-659.
- Fama E.F., French K.R., 2001, *Disappearing dividends: changing from characteristics or lower propensity to pay?*, Journal of Financial Economics, vol. 60, s. 3-43.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B., 2002, *Are dividends changes a sign of firm maturity?*, Journal of Business, vol. 75, no. 3, s. 387-424.
- Jensen M.C., 1986, *Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers*, The American Economic Review, vol. 76, no. 2, s. 323-329.
- Każmierska-Józwiak B., 2008, *Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Organizacja i Kierowanie, nr 2, s. 141-155.
- Lasher W.R., 2008, *Practical Financial Management*, 5th edn, Thomson South-Western, Mason.
- Lintner J., 1956, *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, The American Economic Review, vol. 46, no. 2, s. 97-113.
- Meggison W.L., Smart S.B., 2009, *Introduction to Corporate Finance*, South-Western Cengage Learning, Mason.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., 2013, *Fundamentals of Corporate Finance*, 10th edn, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Sierpińska M., 1999, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków.
- Smith D.M., 2009, *Residual Dividend Policy*, [w:] Baker H.K. (red.), *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Hoboken, s. 115-126.
- Van Horne J.C., Wachowicz Jr. J.M., 2008, *Fundamentals of Financial Management*, 13th edn, Pearson Education Limited, Harlow.
- Watson D., Head A., 2010, *Corporate Finance Principles and Practice*, 5th edn, Pearson Education Limited, Harlow.