

MIROSŁAW WYPYCH

miroslaw.wypych@wp.pl

*Wyplata dywidend a zdolność przedsiębiorstwa do rozwoju –
analiza na przykładzie spółek giełdowych*

Dividend Payment and Development Abilities of Companies – Analysis on the Example of Listed Companies

Słowa kluczowe: dywidenda; spółka giełdowa; potencjał rozwojowy

Keywords: dividend; listed company; development potential

Kod JEL: D53; E22; G32; O16

Wstęp

Rozpatrując dywidendę w kontekście relacji między spółką a jej akcjonariuszami, uwidoczni się jej dwoisty charakter: wypłata dywidendy dla akcjonariuszy stanowi formę wynagrodzenia za udostępnienie spółce kapitału, natomiast dla spółki oznacza rezygnację z funduszy, które mogłyby być wykorzystane do finansowania inwestycji i rozwoju spółki. Zależność między decyzjami dywidendowymi a decyzjami inwestycyjnymi od kilkudziesięciu lat stanowi przedmiot analiz i dociekań naukowych. Wynika z nich, że skłonność firm do płacenia dywidend i ich wysokość determinowane są m.in. przez stadium ich rozwoju. Zgodnie z teorią dywidend opartą o cykl życia firmy najwięcej zysku przeznaczają na dywidendy przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie dojrzałości, ponieważ ich możliwości inwestycyjne są ograniczone, a zapotrzebowanie na kapitały zewnętrzne jest niewielkie.

Celem artykułu jest sprawdzenie, czy w warunkach polskich założenia tej teorii są prawdziwe. Analizą objęto 75 spółek, które w latach 2014–2016 corocznie dzieliły

się zyskiem z akcjonariuszami. Mając na względzie regularność płacenia dywidend, spółki te określono mianem spółek dywidendowych. Badając relację między kwotami dywidend, wynikami finansowymi netto a wartością kapitałów własnych i aktywów spółek, wykazano, w jakim stopniu wypłata dywidend determinuje zmiany ich zasobów majątkowych i kapitałowych. Potwierdzono ujemną zależność między wielkością płaconych dywidend a przyrostem aktywów i kapitałów własnych, co jest zgodne z teorią dywidend opartą o cykl życia firmy.

1. Wypłata dywidendy a finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa jako problem decyzyjny

Podział zysku i wypłata dywidend od wielu lat stanowią przedmiot zainteresowania badaczy. Rozważania teoretyczne i towarzyszące im analizy empiryczne prowadzone są w różnych aspektach. Jednym z nich jest kwestia relacji między dywidendą a rozwojem przedsiębiorstwa. Konkretnie chodzi o wykazanie, w jakim stopniu wypłata dywidendy ogranicza możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Wydawałoby się, że sprawa jest oczywista, ponieważ przeznaczenie środków na dywidendy uszczupla zasoby kapitałowe, które można by wykorzystać na finansowanie inwestycji. W rzeczywistości problem jest jednak bardziej złożony, co znajduje wyraz w poglądach na ten temat prezentowanych w literaturze, popartych licznymi badaniami.

Relacja między wypłatą dywidendy a rozwojem spółki w literaturze ekonomicznej najczęściej rozpatrywana jest w kontekście dostępności spółki do projektów inwestycyjnych. Zdaniem Zarzeckiego [1999, s. 171] firmy nie powinny płacić dywidend, gdy zarząd dysponuje zestawem projektów inwestycyjnych gwarantujących relatywnie wysoką stopę rentowności. Jeżeli brak jest atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, jedynym racjonalnym rozwiązaniem jest wypłacanie wygenerowanych nadwyżek w postaci dywidendy. Także Brigham i Houston [2005, s. 215] traktują dostęp do atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych jako jeden z głównych czynników określających poziom wskaźnika wypłat dywidend. Według McManusa, Gwilyma i Thomasa [2006, s. 522], jeżeli właściciele planują inwestować w firmę, to tylko w szczególnych przypadkach przeznaczają zysk na wypłatę dywidend. Jeśli znaczna część zysku lub cały zysk zostanie przeznaczony na dywidendę, może to oznaczać brak zainteresowania właścicieli dalszym rozwojem przedsiębiorstwa.

Rozpatrując ten problem w aspekcie historycznym, inspiracją do podjęcia badań była teoria nieistotności dywidend Millera i Modiglianego, zgodnie z którą w warunkach doskonałego rynku decyzje dywidendowe i inwestycyjne są niezależne, tzn. dla zarządzających spółką nie ma znaczenia, czy inwestycje są finansowane z zysków zatrzymanych czy z nowo pozyskanych środków [Miller, Modigliani, 1961, s. 412]. Ponieważ rynek nie jest doskonały, teoria ta zainspirowała badaczy do bardziej szczegółowych analiz, co zaowocowało sformułowaniem nowych hipotez i teorii. Fama i French

[2002] do wyjaśnienia zależności między dywidendami i inwestycjami zaproponowali teorię hierarchii źródeł finansowania opracowaną przez Myersa i Majlufa [1984]. Zgodnie z tą teorią w przypadku realizowania projektów inwestycyjnych pierwszym źródłem ich finansowania są wypracowane zyski, dlatego wypłata dywidend zmniejsza środki, które można przeznaczyć na inwestycje. Inaczej rzecz ujmując, dywidendy i inwestycje konkurują o ograniczone i tanie źródła finansowania. Na tej podstawie wnioskuje się, że spółki o wysokim wroście i dużych możliwościach inwestycyjnych nie będą zainteresowane płaceniem dywidend lub będą płaciły niskie dywidendy, wykorzystując zyski zatrzymane do finansowania inwestycji. Natomiast spółki o niskim wroście i niewielkich możliwościach inwestycyjnych będą postępowały odwrotnie.

Dostępność do atrakcyjnych (efektywnych) inwestycji jako determinanta decyzji o wypłatach dywidend akcentowana jest przede wszystkim w teorii cyklu życia spółki. Według klasycznej teorii cyklu życia firmy rozróżnia się pięć etapów. Są to: początek, ekspansja, szybki rozwój, stabilny wzrost oraz dojrzałość i schyłek [Targalski, 1999, s. 89].

Już w 1972 r. Mueller, uznawany za twórcę teorii dywidend opartej na cyklu życia spółki, sugerował, że spółka zaczyna płacić dywidendy, kiedy przechodzi z fazy wysokiego tempa wzrostu w fazę stabilnego wzrostu i przeznacza całość zysku na dywidendy w fazie dojrzałości [Mueller, 1972, s. 208–209]. Na początku i w fazie ekspansji finansowanie wewnętrzne jest ograniczone, co wymusza korzystanie z finansowania zewnętrznego. Brak jest zatem możliwości wypłaty dywidendy. Wraz ze wzrostem spółki zatrzymywane są coraz większe zyski, które przekraczają potrzeby inwestycyjne, co sprawia, że zmniejsza się zapotrzebowanie na kapitały zewnętrzne, a spółka powiększa swoje zdolności do wypłaty dywidendy.

Interesującą propozycję opisującą zależność między cyklem życia spółki a poziomem wypłat dywidend, uwzględniającą sugestię Muellera, przedstawiła Sierpińska-Sawicz [2015]. Przypisała ona poszczególnym fazom cyklu życia stopy wypłat dywidend (tab. 1).

Tab. 1. Cykl życia firmy a wypłata dywidend

| Faza cyklu życia firmy | Stopa wypłat dywidend (%) | Forma wypłaty dywidend |
|------------------------|---------------------------|--|
| Początek | 0 | Całość zysku przeznaczona na rozwój |
| Ekspansja | 0 | Całość zysku przeznaczona na rozwój |
| Szybki wzrost | 5–15 | Niskie dywidendy gotówkowe |
| Stabilny wzrost | 25–40 | Umiarkowane wypłaty dywidend gotówkowych |
| Dojrzałość | 40–60 | Wysokie dywidendy gotówkowe |

Źródło: [Sierpińska-Sawicz, 2015, s. 195].

Teoria dywidend oparta na cyklu życia została pozytywnie zweryfikowana w praktyce. Grullon, Michaely i Swaminathan [2002, s. 396] potwierdzili ujemną zależność pomiędzy skłonnością do płacenia dywidend a inwestycjami. Wykazali oni, że wraz z dojrzewaniem możliwości inwestycyjne spółek maleją, powodując zmniejszanie się wydatków kapitałowych, co skłania spółki do płacenia dywidend.

Wzrost wartości wypłacanych dywidend sygnalizuje zmiany w cyklu życia spółki – przejście od fazy wysokiego wzrostu do fazy niskiego wzrostu świadczy o jej dojrzewaniu. Również DeAngelo, DeAngelo i Stulz [2006, s. 229], uwzględniając w analizie decyzji o wypłatach dywidend zmienne opisujące dojrzałość spółki: liczba lat od chwili „upublicznienia” akcji, wskaźnik zysków zatrzymanych do kapitałów własnych oraz wskaźnik zysków zatrzymanych do aktywów ogółem – stwierdzili, że bardziej skłonne do płacenia dywidend są firmy dojrzałe.

2. Metodyka badań

Z przedstawionych rozważań teoretycznych dotyczących relacji między wypłatą dywidend a rozwojem spółki wynika, że istotnym czynnikiem determinującym decyzje o płaceniu dywidend i ich wysokości jest dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. Zgodnie z teorią cyklu życia firmy skłonność spółek do płacenia dywidend jest wysoka, gdy znajdują się one w fazie stabilnego wzrostu i dojrzałości. Możliwości inwestycyjne spółek ulegają wówczas ograniczeniu.

Badanie przeprowadzono na podstawie zbiorowości spółek określonych mianem dywidendowych. Ponieważ nie ma jednoznacznych kryteriów pozwalających na zaliczenie spółki do grona spółek dywidendowych, dla potrzeb niniejszego opracowania przyjęto, że podstawę selekcji stanowi coroczna wypłata dywidendy w latach 2014–2016 (podział zysku za lata 2013–2015). W świetle założeń teorii dywidend opartej o cykl życia firmy oznacza to, że badaniem objęto spółki znajdujące się w fazie stabilnego wzrostu i dojrzałości. Kryteria selekcji spełniło 75 spółek notowanych na rynku podstawowym (z analizy wyłączono spółki sektora finansowego).

Zbiorną informację o wysokości wypłaconych dywidend i wyniku finansowym netto w latach 2014–2016 w spółkach dywidendowych przedstawiono w tab. 2. Dodatkowo podano liczbę spółek płacących bardzo wysokie dywidendy (relacja dywidend do wyniku finansowego netto powyżej 0,90), relatywnie wysokie dywidendy

Tab. 2. Dywidendy na tle wyniku finansowego netto w spółkach dywidendowych w latach 2014–2016

| Wyszczególnienie | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------|---------|---------|
| Wartość dywidend w mln zł | 7 279 | 6 927 | 5 377 |
| Wynik finansowy netto w roku poprzednim w mln zł | 12 187 | 8 508 | 5 647 |
| Relacja dywidend do wyniku finansowego netto | 59,7 | 81,4 | 95,2 |
| Liczba spółek o poziomie relacji dywidendy do wyniku netto | | | |
| – powyżej 0,90* | 18 (10) | 24 (16) | 18 (13) |
| – 0,50–0,90 | 27 | 25 | 31 |
| – poniżej 0,50 | 30 | 26 | 26 |

* w nawiasie podano liczbę spółek, w których wypłacona dywidenda przekroczyła wartość wyniku finansowego netto stanowiącego podstawę jej naliczania

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek i komunikatów informujących o podziale zysku (Baza danych Notoria Serwis; interia.pl; Bankier.pl).

(relacja dywidend do wyniku finansowego netto w granicach 0,50–0,90) oraz umiarkowane dywidendy (relacja dywidend do wyniku finansowego netto poniżej 0,50).

W okresie objętym analizą obserwujemy spadkową tendencję zarówno wyniku finansowego netto, jak i dywidendy. Jednak wartość dywidend obniża się w mniejszym stopniu niż wynik finansowy netto i w rezultacie relacja dywidendy do wyniku finansowego netto wzrosła z 59,7% w 2013 r. do 95,2% w 2015 r. W latach 2014–2016 spółki te przeznaczyły na dywidendy łącznie 19,6 mld zł, co stanowiło 25,8% wartości dywidend wypłaconych w tym okresie przez wszystkie spółki giełdowe. 2/3 spółek przeznaczyło na dywidendy ponad połowę wygoszodarowanego zysku, a kilkanaście spółek wypłaciło dywidendy wyższe niż zysk netto. Informacje zawarte w tab. 2 potwierdzają zatem, że badane spółki w świetle teorii dywidend opartej o cykl życia firmy znajdują się w fazie stabilnego wzrostu i dojrzałości.

Wyróżnikiem rozwoju spółki są m.in. zmiany jej zasobów majątkowych, które są finansowane kapitałem własnym i zobowiązaniami. Wypłata dywidendy uszczupla nie tylko kapitały własne spółki, ale i jej zasoby majątkowe, ponieważ wraz z dywidendą następuje wypływ środków pieniężnych. Konsekwencją wypłaty dywidendy może być także wzrost zadłużenia spółki, wyrażający się zmniejszeniem udziału kapitału własnego w finansowaniu aktywów. Wypłata dywidendy następuje po zakończeniu roku obrotowego, w którym wykazano wynik finansowy netto będący podstawą jej naliczenia (warunkiem wypłaty dywidendy jest bowiem zatwierdzenie sprawozdań finansowych i podjęcie decyzji o podziale zysku na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy). Dlatego zmiany zasobów majątkowych i kapitałowych odnoszą się do okresu, w którym wypłacono dywidendę.

Ze względu na to, że wypłata dywidendy następuje w trakcie roku obrotowego spółka, aby nie ograniczyć swego potencjału dochodowego, musi zgromadzić do momentu wypłaty dywidendy fundusze co najmniej w takiej wysokości, w jakiej nastąpi uszczuplenie kapitału wywołane wypłatą dywidendy. Może to uczynić, ograniczając wydatki inwestycyjne, zmniejszając kapitał obrotowy lub zwiększając zadłużenie. Możliwe są też działania zwiększające zysk z działalności operacyjnej (wzrost przychodów ze sprzedaży, redukcja kosztów, wzrost wydajności pracy, przyspieszenie rotacji majątku). Jeżeli warunek ten nie zostanie spełniony, zasoby kapitałowe przedsiębiorstwa rzeczywiście ulegną uszczupleniu, co znajdzie wyraz w sprawozdaniu finansowym sporządzonym na koniec okresu, w którym dywidendę wypłacono.

Biorąc powyższe pod uwagę, za podstawę oceny wpływu dywidendy na rozwój spółki przyjęto wskaźniki dynamiki wyrażające zmiany poziomu kapitałów własnych oraz aktywów w roku obrotowym, w którym została wypłacona dywidenda, a także wskaźnik zmian struktury finansowania:

$$D^{kw} = \frac{KW_1}{KW_0} \times 100\% \quad D^{akt} = \frac{AKT_1}{AKT_0} \times 100\% \quad S^{akt} = \frac{KW_{0,1}}{AKT_{0,1}} \times 100\%$$

gdzie:

0 – stan na początek roku

1 – stan na koniec roku

Poziom wskaźników dynamiki poniżej 100% można interpretować następująco: wypłata dywidendy ogranicza zdolności przedsiębiorstwa do rozwoju, ponieważ zasoby kapitałowe i majątkowe na koniec roku, w którym wypłacono dywidendę, się zmniejszyły. Z kolei obniżenie poziomu wskaźnika zmian struktury finansowania oznacza, że spółka zwiększyła poziom zadłużenia. Oczywiście taka interpretacja nie odzwierciedla w pełni stanu rzeczywistego, gdyż zmiany poziomu kapitału własnego i aktywów oraz stanu zadłużenia determinowane są także przez szereg innych czynników zależnych i niezależnych od spółki. Znajdują one jednak swój ostateczny wyraz w wyniku finansowym netto, który stanowi element składowy kapitału własnego.

3. Dywidendy a rozwój spółek – analiza empiryczna

Analiza empiryczna koncentruje się na wypłatach dywidend w 2015 r., których podstawą naliczania były wyniki finansowe spółek osiągnięte w 2014 r. Ograniczenie się do jednego okresu uwarunkowane jest przejrzystością analizy. Ponadto w 2015 r. zbliżone były liczebności spółek różniących się poziomem relacji dywidendy do wyniku finansowego netto, w tym roku również najwięcej spółek wykorzystowało zyski zatrzymane do sfinansowania wypłat dywidend. Badanie opiera się zatem na analizie porównawczej trzech grup spółek:

- płacących bardzo wysokie dywidendy (relacja dywidendy/zysku powyżej 0,90),
- płacących relatywnie wysokie dywidendy (relacja dywidendy/zysku 0,50–0,90),
- płacących umiarkowane dywidendy (relacja dywidendy/zysku poniżej 0,50).

Wskaźniki charakteryzujące zmiany poziomu aktywów i kapitału własnego oraz strukturę finansowania w wyodrębnionych grupach spółek obliczano jako średnie arytmetyczne. Korzystanie ze średnich ważonych nie jest wskazane, ponieważ objęte analizą spółki znacznie różnią się wielkością. Na wyniki sumaryczne istotny wpływ mają charakterystyki finansowe największych spółek (KGHM, Orange, PGE, PGNiG, PKN Orlen). W latach 2013–2015 ich udział w wartości ogółem wypłaconych dywidend przez spółki objęte badaniem zmniejszył się z 71,5% do 56,0%, natomiast w wyniku finansowym netto z 74,7% do 31,2%. Tymczasem udział w zasobach kapitałowych i majątkowych był stabilny (około 80% w kapitałach własnych i około 75% w aktywach).

Charakterystykę oddziaływania dywidendy na zmiany zasobów kapitałowych i majątkowych zawierają informacje przedstawione w tab. 3. Obliczenia odnoszą się do wypłat dywidendy oraz zmian w poziomie kapitałów własnych i aktywów w 2015 r. Obok wskaźników charakteryzujących zmiany poziomu kapitału własnego i aktywów oraz finansowania aktywów kapitałem własnym w tab. 3 zamieszczono relacje dywidend wypłaconych w 2015 r. do wartości kapitału własnego i aktywów według stanu na koniec 2015 r. Charakteryzują one w pewien sposób poziom uszczuplenia zasobów kapitałowych i majątkowych spółek, związany z faktem wypłaty dywidend.

Tab. 3. Wpływ wypłaty dywidendy na zmiany poziomu kapitału własnego i aktywów w spółkach dywidendowych w 2015 r.

| Wyszczególnienie | Relacja DYW_{2015}/ZN_{2014} | | | |
|--|--------------------------------|-----------|--------------|-----------|
| | Ponad 0,90 | 0,50–0,90 | Poniżej 0,50 | Ogółem |
| *Wskaźnik $D^{kw}_{2015/2014}$ | 102,6 | 103,4 | 110,1 | 106,0 |
| Odsetek $D^{kw}_{2015/2014} > 100$ | 66,7 | 84,0 | 96,2 | 81,3 |
| * Wskaźnik $D^{akt}_{2015/2014}$ | 104,4 | 104,6 | 113,6 | 107,7 |
| Odsetek $D^{akt}_{2015/2014} > 100$ | 54,2 | 76,0 | 76,9 | 69,3 |
| *Wskaźnik $S^{akt}(2014-2015)**$ | 58,5–58,9 | 67,9–67,6 | 58,5–56,4 | 60,9–58,4 |
| Relacja dywidendy do kapitału własnego | 15,1 | 9,3 | 4,5 | 9,5 |
| Relacja dywidendy do aktywów | 6,5 | 6,1 | 2,2 | 4,9 |

* średnie arytmetyczne wartości wskaźników dla poszczególnych spółek

** stan na koniec roku

Źródło: [Sierpińska-Sawicz, 2015, s. 195].

W spółkach wypłacających bardzo wysokie dywidendy w stosunku do zysku netto dynamika kapitału własnego i aktywów jest niższa w porównaniu z pozostałymi grupami spółek. Jeszcze wyraźniej różnice pod tym względem są widoczne, gdy analizujemy odsetek spółek charakteryzujących się wskaźnikami dynamiki przekraczającymi 100%. W grupie spółek przeznaczających na dywidendy powyżej 90% zysku netto co trzecia z nich wykazuje ujemną dynamikę kapitału własnego, a połowa – ujemną dynamikę aktywów. Oczywiście jest, że spółki te cechuje również relatywnie duże uszczuplenie zasobów majątkowych (15,1%) i kapitałowych (6,5%). Tendencje te są zgodne z założeniami teorii dywidend opartej o cykl życia firmy. Spółki znajdujące się w fazie dojrzałości, mając ograniczone możliwości inwestycyjne, przeznaczają na dywidendy niemal cały zysk, a w niektórych przypadkach finansują dywidendy z zysków zatrzymanych.

W spółkach przeznaczających na dywidendy poniżej połowy zysku uszczuplenie kapitału własnego wynosi tylko 4,5%, a aktywów – 2,2%. Wykazują one relatywnie wysokie przyrosty aktywów i kapitałów własnych i jedynie w tej grupie odnotowano wzrost zadłużenia (wskaźnik finansowania aktywów kapitałem własnym zmniejszył się z 58,4% do 56,4%). Jeżeli chodzi o strukturę finansowania, należy zwrócić uwagę na fakt, że najniższym zadłużeniem charakteryzują się spółki wypłacające dywidendy w granicach 50–90% zysku netto, a więc wchodzące w fazę dojrzałości. Można to interpretować następująco: spółki znajdujące się w fazie szybkiego wzrostu potrzebują zewnętrznych źródeł finansowania na finansowanie inwestycji, natomiast spółki dojrzałe źródła zewnętrzne wykorzystują w większym stopniu do finansowania dywidend. Udowodnienie tego zjawiska wymagałoby dokładniejszej analizy źródeł finansowania inwestycji i wypłaty dywidend, co wykracza jednak poza ramy treści tego artykułu.

Zaobserwowane tendencje znajdują potwierdzenie we współczynnikach korelacji Pearsona. Wartości tego współczynnika, opisujące zależność między wskaźnikiem wypłat dywidend a dynamiką kapitału własnego, i dynamiką aktywów są

ujemne i wynoszą odpowiednio -0,176 oraz -0,138. Z kolei dla zależności między wskaźnikiem wypłat dywidend a stopami zmniejszenia kapitału własnego i aktywów współczynnik korelacji przyjmuje wartości dodatnie: odpowiednio 0,225 oraz 0,313. Poziom wskaźników jest jednak stosunkowo za niski, aby jednoznacznie stwierdzić, czy te zależności są statystycznie istotne.

Należy zwrócić uwagę na jeszcze jeden interesujący fakt, a mianowicie na wysoką ocenę spółek płacących wysokie dywidendy przez inwestorów giełdowych. Wyrazem tego jest poziom jednego z podstawowych wskaźników rynku giełdowego: cena/wartość księgową. Na koniec 2015 r. średnia arytmetyczna wskaźnika C/WK w grupie spółek z relacją DYW/ZN $>0,90$ wyniosła 1,48, w grupie spółek z relacją DYW/ZN 0,50–0,90 kształtowała się na poziomie 1,12, natomiast w spółkach z relacją DYW/ZN $<0,50$ tylko 0,85. Biorąc pod uwagę całą zbiorowość spółek dywidendowych, prezentuje się ona bardzo dobrze na tle ogółu spółek giełdowych. Blisko 3/4 z nich (73,3%) charakteryzuje się wskaźnikiem cena/wartość księgową wyższym od jedności. Dla ogółu spółek giełdowych kryterium to spełnia tylko 49,4%.

Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonej analizy są zgodne z rezultatami badań prowadzonych na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Oznacza to, że w badanym obszarze polski rynek giełdowy upodabnia się do giełd światowych. Analiza wykazała poprawność założeń teorii dywidend opartych o cykl życia firmy. Na tej podstawie można sądzić, że spółki znajdujące się w fazie dojrzałości, mając ograniczone możliwości inwestycyjne, niejako zmuszane są do wypłat wysokich dywidend. Na wynik badania mogły mieć pewien wpływ makroekonomiczne uwarunkowania prowadzenia działalności gospodarczej, ponieważ w 2015 r. polska gospodarka odczuwała jeszcze skutki spowolnienia gospodarczego wywołanego globalnym kryzysem finansowym i dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych był ograniczony. Wiarygodność rezultatów badania niewątpliwie uległaby wzmocnieniu, gdyby analogiczną analizę przeprowadzono z uwzględnieniem spółek, które w ogóle nie dzielą się zyskiem z akcjonariuszami lub wypłacają dywidendy sporadycznie. Wymagałoby to jednak innego podejścia metodologicznego, związanego m.in. z doбором próby badawczej.

Bibliografia

- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2005.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R., *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory*, "Journal of Financial Economics" 2006, Vol. 81(2),
- Fama E.F., French K.F., *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, "Review of Financial Studies" 2002, Vol. 15(1).

- Grullon G., Michaely R, Swaminathan B., *Are Dividends Changes a Sign of Firm Maturity?*, "Journal of Bussines" 2002, Vol 75(3).
- McManus D., Gwilym O., Thomas S.H., *Payment history, past returns and the performance of UK zero dividend stocks*, "Managerial Finance" 2006, Vol. 32(6), DOI: <https://doi.org/10.1108/03074350610666247>.
- Miller M., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares*, "The Journal of Finance" 1961, Vol. 34(4), DOI: <https://doi.org/10.1086/294442>.
- Mueller D., *A Life Cycle Theory of the Firm*, "Journal Industrial Economics" 1972, Vol. 20(3), DOI: <https://doi.org/10.2307/2098055>.
- Myers S.C., Majluf N.S., *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, "Journal of Financial Economics" 1984, Vol. 13(2), DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Sierpińska-Sawicz A., *Cykl życia a polityka dywidend i poziom realizowanych inwestycji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 74.
- Targalski I., *Przedsiębiorczość i rozwój firmy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1999.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

Dividend Payment and Development Abilities of Companies – Analysis on the Example of Listed Companies

The relationship between dividend decisions and investment decisions of companies has been the subject of scientific analyses and inquiry for decades. They show that the tendency of companies to pay dividends and their amount are determined among other things by their stage of development. According to the theory of dividends based on the life cycle, most income dividend is spent on dividends by companies in the phase of maturity, because their investment capabilities are limited and the demand for external capital is little. The aim of the article is to check whether the assumptions of this theory are true in Polish conditions. The analysis included 75 companies, which in the years from 2014 to 2016 each year shared the profits with their shareholders. With regard to the regularity of paying dividends these companies have been defined as dividend companies. By studying the relationship between the amount of dividends, net financial results and the value of equity and assets of the companies, it was demonstrated to what extent the payment of dividends determines the change as far as their material and capital resources are concerned. The negative correlation between the amount paid dividends and an increase in assets and equity was confirmed, which is consistent with the theory of dividends based on the life cycle of a company.

Wyplata dywidend a zdolność przedsiębiorstwa do rozwoju – analiza na przykładzie spółek giełdowych

Zależność między decyzjami dywidendowymi a decyzjami inwestycyjnymi przedsiębiorstw od kilkadziesiąt lat stanowi przedmiot analiz i dociekań naukowych. Wynika z nich, że skłonność firm do płacenia dywidend i ich wysokość determinowane są m.in. przez stadium ich rozwoju. Zgodnie z teorią dywidend, opartą o cykl życia firmy, najwięcej zysku przeznaczają na dywidendy przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie dojrzałości, ponieważ ich możliwości inwestycyjne są ograniczone, a zapotrzebowanie na kapitały zewnętrzne jest niewielkie. Celem artykułu jest sprawdzenie, czy w warunkach polskich założenia tej teorii są prawdziwe. Analizą objęto 75 spółek, które w latach 2014–2016 corocznie dzieliły się zyskiem z akcjonariuszami. Mając na względzie regularność płacenia dywidend, spółki te określono mianem spółek dywidendowych. Badając relację między kwotami dywidend, wynikami finansowymi netto a wartością kapitałów własnych i aktywów spółek, wykazano, w jakim stopniu wypłata dywidend determinuje zmiany ich zasobów majątkowych i kapitałowych. Potwierdzono ujemną zależność między wielkością płaconych dywidend a przyrostem aktywów i kapitałów własnych, co jest zgodne z teorią dywidend opartą o cykl życia firmy.