



## Bartłomiej Jabłoński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Finansów i Ubezpieczeń  
Katedra Inwestycji i Nieruchomości  
bartlomiej.jablonski@ue.katowice.pl

# REGULARNOŚĆ WYPŁATY DYWIDEND PRZEZ SPÓŁKI NOTOWANE NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE ZA OKRES 2009-2018

**Streszczenie:** Artykuł odnosi się do problematyki występowania na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spółek dywidendowych oraz regularności wypłaty dywidend. Opisano te determinanty wypłaty dywidend, które najczęściej pojawiają się w opisach polityki dywidend, jak również te, które inwestorzy są w stanie sami analizować na podstawie danych rynkowych i sprawozdań finansowych. Celami badań były wytypowanie tych emitentów, którzy wypłacają dywidendy bez przerwy (10 wypłat w okresie 2009-2018) oraz analiza dynamiki wypłaty dywidend tych emitentów. Wyniki badań potwierdzają istnienie takich spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które dodatkowo charakteryzują się dodatnią dynamiką zmian wypłaty dywidend.

**Słowa kluczowe:** dywidenda, inwestor, determinanty wypłaty dywidend, emitent giełdowy.

**JEL Classification:** G11, G35, O16.

## Wprowadzenie

Inwestorzy rynku kapitałowego, budując portfele papierów wartościowych, mogą posługiwać się licznymi narzędziami analizy technicznej, fundamentalnej oraz portfelowej. Budując zaś długoterminowe fundamentalne portfele akcji, należy m.in. uwzględnić, czy z tytułu posiadania akcji emitenta inwestor będzie uzyskiwać dodatkowe korzyści w postaci dywidend. W przypadku spółek dywidendowych systematyczna wypłata dywidend stanowi dla inwestora okazję do zwiększenia ilości akcji portfelu, w szczególności gdy rynek kapitałowy charakteryzuje się w danym okresie negatywnym sentymentem.

Artykuł odnosi się do tematyki determinant wypłaty dywidend oraz regularności wypłat przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Celami artykułu są wytypowanie tych emitentów, którzy wypłacają dywidendy bez przerwy (10 wypłat w okresie 2009-2018) oraz analiza dynamiki wypłaty dywidend tych emitentów. Badania objęły 459 spółek, które za okres 2008-2017 wypłacały z różną częstotliwością dywidendy. Wyniki badań mają zweryfikować przyjętą hipotezę o istnieniu na GPW spółek wypłacających systematycznie dywidendy o dodatniej dynamice zmian.

## 1. Uwarunkowania wypłaty dywidend przez emitentów giełdowych

Inwestorzy lokujący kapitał w spółki mające siedzibę na terenie Polski uzyskują dywidendy wypłacane według przepisów kodeksu spółek handlowych. Ich poziom nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. W ten sposób obliczoną maksymalną możliwą do przekazania inwestorom kwotę należy pomniejszyć o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub rezerwowe [Ustawa Kodeks Spółek Handlowych, 2000, par. 1].

Poza przepisami prawa dotyczącymi wytycznych wypłaty dywidend istnieje wiele czynników wpływających na możliwości wypłaty przez spółki dywidend, określanych jako determinanty wypłaty dywidend. Można podzielić je na takie, które powiązane są z obszarem mikroekonomicznym, makroekonomicznym lub rynkowym, tzn.:

1. Determinanty mikroekonomiczne, do których zalicza się m.in. aktywa, amortyzację i jej zmiany, cykl życia przedsiębiorstwa, dostępne projekty inwestycyjne, kapitał stały, kapitał własny, koszt finansowania filii podmiotu, płynność finansową, potrzebę zachowania kontroli nad podmiotem – nowa emisja akcji, poziom zadłużenia i awersję zarządu do zwiększania zadłużenia, preferencje akcjonariuszy, przepływy pieniężne, rentowność aktywów ROA, rentowność kapitału własnego ROE, strukturę kapitału, środki pieniężne, zawarte umowy oraz zysk netto i zysk zatrzymany.
2. Determinanty makroekonomiczne, wśród których uwzględnia się m.in. dynamikę eksportu i importu, dynamikę inwestycji, inflację, produkt krajowy

brutto (PKB), restrykcje dewizowe, system podatkowy i jego przychylność, system prawny i ograniczenia prawne oraz zmiany poziomu notowań waluty danego kraju.

3. Determinanty rynkowe, m.in. koniunkturę na rynku kapitałowym (zmiany głównego indeksu), nastroje gospodarcze, PMI oraz wskaźniki rynkowe (głównie wskaźniki P/E oraz P/BV).

Wymienione determinanty nie wyczerpują w pełni listy czynników wpływających na możliwości podziału wyniku finansowego przez spółki, ale wskazywane są w literaturze jako szczególnie istotne [m.in. Lintner, 1956; Sierpińska, 1999; DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2000; Grullon, Ikenberry, 2000; Guay, Harford, 2000; Jagannathan, Stephens, Weisbach, 2000; Fama, French, 2001; Szablewski, 2003; Brav i in., 2005; Ferris, Sen, Pei Yui, 2006; Szablewski, Tuzimek, 2006; von Eije, Megginson, 2006; 2008; Al-Malkawi, 2008; Kowerski, 2011; Horbaczewska, 2012; Słoński, 2012; Tuzimek, 2013; Jabłoński, Kuczowicz, 2014; Jabłoński, Prymon, 2017].

Wpływ determinant na wypłaty dywidend nie jest jednakowy. Część z nich oddziałuje na potencjał wypłaty dywidend w istotny sposób<sup>1</sup>, a część tylko w nieznacznym stopniu<sup>2</sup>. Dodatkowo można wskazać takie determinanty wypłaty dywidend, które przyjmują charakter stymulant oraz takie, które są destymulantami (tabela 1).

**Tabela 1.** Wybrane stymulanty i destymulanty poziomu wypłaty dywidend w układzie alfabetycznym

Czynniki determinujące poziom wypłaty dywidend <i>1</i>	Rodzaj wpływu na wypłatę dywidend <i>2</i>
Amortyzacja	destymulanta
Cykl życia przedsiębiorstwa	stymulanta
Inflacja	destymulanta
Koszt finansowania filii podmiotu	destymulanta
Nowa emisja akcji – utrata kontroli nad spółką	destymulanta
Obciążenie podatkowe spółki macierzystej	destymulanta
Ograniczenia oraz restrykcje dewizowe	destymulanta
Ograniczenia z zawartych umów	destymulanta
PKB	stymulanta
PMI	stymulanta
Poziom zadłużenia	destymulanta
Preferencje akcjonariuszy – liczący na gotówkę	stymulanta
Preferencje akcjonariuszy – liczący na wzrost wartości	destymulanta

<sup>1</sup> Na przykład przepływy pieniężne, zysk netto lub preferencje głównego akcjonariusza.

<sup>2</sup> Na przykład produkt krajowy brutto (PKB), dynamika eksportu i importu.

cd. tabeli 1

<i>1</i>	<i>2</i>
Projekty inwestycyjne	destymulanta
Przepływy pieniężne	stymulanta
Przychylność polityki podatkowej	stymulanta
Przychylność uwarunkowań prawnych	stymulanta
Rentowność kapitału własne ROE	stymulanta
Środki pieniężne, nadwyżka środków pieniężnych	stymulanta
Wskaźnik P/BV	stymulanta
Wskaźnik P/E	destymulanta
Zmiany głównego indeksu	stymulanta
Zysk netto, zysk zatrzymany	stymulanta

Źródło: Jabłoński, Prymon [2017, s. 46].

Na potrzeby analizy regularności wypłaty dywidend zostaną opisane te determinanty, które inwestorzy rynku kapitałowego są w stanie analizować w porównaniu z manifestowaną przez spółki giełdowe polityką dywidend. Zaliczono do nich zysk netto i jego zmiany, przepływy pieniężne oraz ich stabilność w czasie, tendencje w zakresie kapitału własnego, rentowność kapitału własnego (ROE), obowiązujące przepisy podatkowe, produkt krajowy brutto (PKB) i wskaźniki rynkowe P/E oraz P/BV.

Inwestorzy o długim horyzoncie czasowym będą w szczególności zainteresowani reinwestowaniem otrzymywanych dywidend. Dlatego często zarządy spółek opracowują programy reinwestowania dywidend (tzw. DRIP) oraz zakupu akcji bezpośrednio od spółki (tzw. DSPP) [Lichtenfeld, 2015, s. 215]. Tego typu rozwiązania są popularne wśród międzynarodowych korporacji<sup>3</sup>, które nie tylko wyręczają inwestorów z reinwestowania dywidendy, ale jednocześnie zapewniają sobie stały popyt na notowane akcje.

Badania przeprowadzone przez H. DeAngelo, L. DeAngelo oraz R.M. Stulza [2006, s. 227-254] potwierdzają, że zyski zatrzymane są dla dywidend pewnym katalizatorem w sytuacji, kiedy młode przedsiębiorstwo wypracowało niższy wynik finansowy lub dokonuje inwestycji. Jest to istotne szczególnie z punktu widzenia zachowania ciągłości wypłaty dywidend.

Z analizy literatury wynika również, że na poziom wypłacanych dywidend wpływają raczej długookresowe tendencje w zmianach zysków, a ewentualne krótkookresowe wahania wyniku finansowego są nieistotne w ustalaniu wysokości transferu gotówki do akcjonariuszy. A. Brav, J.R. Graham, C.R. Harley i R. Michaely [Brav i in., 2005, s. 483-527] stwierdzili, że z perspektywy wyni-

<sup>3</sup> Szczególnie jeśli wypłaty dywidend dotyczą okresów kwartalnych.

ków finansowych, dywidendy wypłacane są przez podmioty charakteryzujące się w miarę stabilnymi zyskami. Stabilność wypłaty dywidend wynika też z poziomu zakumulowanego zysku z lat poprzednich. Zysk zatrzymany w spółce jest tańszy od kapitału zewnętrznego, pozyskanego np. w drodze emisji akcji.

D. Denis oraz I. Osobov [Kowerski, 2011, s. 173-177] na podstawie swoich badań stwierdzili, że spółki, których poziom kapitału własnego systematycznie rośnie dzięki zyskom zatrzymanym, chętniej dzielą się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem. Dlatego w przypadku analizy przez inwestorów polityki podziału wyniku finansowego szczególnego znaczenia nabiera problem przyszłych, przewidywalnych wyników, na podstawie których mogą oni prognozować możliwe przyszłe dywidendy [Wróbel, 2015, s. 354].

Spółki dokonujące inwestycji w rentowne projekty inwestycyjne mogą ograniczać wypłaty dywidend, finansując inwestycje w pierwszej kolejności z wypracowanego zysku na rzecz rozwoju i wzrostu wartości podmiotu. Dlatego inwestorzy rynku kapitałowego zainteresowani wypłatą dywidend mogą śledzić rentowność kapitału własnego (ROE) spółki. E.F. Fama i K.F. French [2001, s. 3-43] przeprowadzili badania, z których wynika, że wypłaty dywidend zależą m.in. od rentowności spółki, jak również od zysków zatrzymanych. Dodatkowo z badań kolejnych autorów wynika [DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006, s. 227-254], że szanse na wypłatę dywidend rosną m.in. wraz ze wzrostem parametru ROE.

Obok takich pozycji sprawozdania finansowego, jak wynik finansowy czy poziom kapitału własnego, wskazuje się w literaturze, że możliwości wypłacenia dywidend przez przedsiębiorstwo uzależnione są również od przepływów środków pieniężnych. Obok zysków wykazywane są jako drugie w kolejności z istotnych determinant wypłaty dywidend. Są one jednak istotnie powiązane z dostępnością środków pieniężnych (gotówki) na wypłatę dywidend. Zysk netto okazuje się bardziej podatny na operacje księgowe, dlatego lepszy miernik możliwości emitenta w zakresie wypłaty dywidend dają przepływy pieniężne. Wskazuje się tutaj na potrzebę analizy przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim interesariuszom (FCFF) lub przepływów pieniężnych, które po pokryciu zobowiązań przypisane są właścicielom (FCFE) [Damodaran, 2007, s. 1069-1075]. Poza analizą wysokości przepływów pieniężnych badacze J.B. Chay i J. Suh [2009, s. 88-107] wskazują na istotę zmienności tego parametru. Z badań autorów wynika, że wysoka zmienność przepływów pieniężnych wiąże się z ryzykiem wystąpienia problemów z płynnością finansową oraz wstrzymaniem wypłaty dywidend. Dlatego przedsiębiorstwa dojrzałe o stabilnych przepływach pieniężnych i niewielkim tempie wzrostu często opracowują

taką politykę dywidend, która tłumaczy transfer znacznej części gotówki do akcjonariuszy w formie dywidend. Z kolei podmioty szybko rozwijające się, posiadające wiele okazji inwestycyjnych, mogą ograniczać wypłaty dywidend.

Kolejnym czynnikiem determinującym wypłaty dywidend jest obowiązująca polityka podatkowa. Dotyczy ona zarówno podmiotów wypłacających dywidendy, jak również inwestorów uzyskujących dochody z tytułu dywidend. Wpływ tego czynnika jest szczególnie silny w tych państwach, w których występują różnice w stopach opodatkowania dywidend oraz zysków kapitałowych. W tych państwach, w których dochody z tytułu dywidend opodatkowane są wyżej od zysków kapitałowych, inwestorzy niechętnie inwestują w typowe spółki dywidendowe. R. Chetty i E. Saez [2005, s. 197-833] wskazują, że zmniejszenie wysokości podatków od dywidend powoduje zwiększenie stóp zwrotu z inwestycji w długim okresie.

Wysokość opodatkowania dywidend determinuje również działania inwestorów lokujących kapitał nie tylko w krajowe spółki dywidendowe, ale w dywidendowe spółki zagraniczne. Osoba fizyczna, która otrzymuje wypłatę z zysku polskiej spółki, nie uwzględnia podatku od dywidendy w zeznaniu rocznym. Z kolei dywidendy otrzymane od spółki notowanej na rynku zagranicznym powinny się opodatkować zryczałtowanym PIT na poziomie 19%, przy czym od zobowiązania tego można odliczyć podatek zapłacony za granicą<sup>4</sup>. Skutkuje to tym, że jeśli pobrany podatek za granicą jest wyższy od tego, jaki zapłaci podatnik w Polsce, to inwestor nie ma obowiązku dopłaty różnicy w obu podatkach. Jeśli podatek od spółki zagranicznej pobrany za granicą jest niższy od zryczałtowanego podatku w Polsce, to na inwestorze spoczywa obowiązek dopłaty różnicy w podatkach. Dlatego nierezydenci inwestujący kapitał poza granicami kraju, w którym się rozliczają, powinni w swoich decyzjach inwestycyjnych także uwzględnić fakt niekorzystnych obciążeń podatkowych.

Jako przykład mogą posłużyć inwestycje w amerykańskie spółki dywidendowe. Pomimo podpisania pomiędzy Polską a USA umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania nadal u źródła uzyskania dywidendy (amerykański rynek kapitałowy i jego emitenci) pobierany jest podatek w wysokości 30%. Różnice w opodatkowaniu otrzymywanych dywidend będą jeszcze większe, jeśli w rachunku rentowności inwestycji uwzględni się korzyści podatkowe wynikające z programów emerytalnych<sup>5</sup>. Zgodnie z przepisami obowiązującymi w Polsce osoba fizyczna inwestująca w spółki dywidendowe mające siedzibę w Polsce

<sup>4</sup> Ważne jest, że odliczenie to nie może przekroczyć kwoty podatku zapłaconego w Polsce.

<sup>5</sup> Mowa tu o III filarze – IKE oraz IKZE.

otrzymuje dywidendy, które wypłaca spółka i nie jest od nich pobierany podatek w wysokości 19%. W tym konkretnym przypadku inwestycje w spółki dywidendowe notowane w Polsce mogą charakteryzować się korzyścią podatkową wyższą o 30% od dywidend otrzymywanych od spółek notowanych w USA.

Uwzględniając istotne różnice w wysokości opodatkowania dywidend oraz ewentualne zwolnienia podatkowe, można zatem stwierdzić, że kwestie podatkowe determinują nie tylko decyzje dywidendowe emitentów giełdowych, ale również decyzje inwestycyjne inwestorów rynku kapitałowego w zakresie wyboru rynków, a przez to spółek do inwestycji<sup>6</sup>.

Kolejny istotny czynnik wpływający na decyzje zarządów spółek w zakresie dywidendy to sytuacja gospodarcza kraju mierzona dynamiką zmian produktu krajowego brutto PKB. Parametr ten jest jednym z podstawowych mierników dochodu narodowego, który opisuje zagregowaną wartość dóbr i usług finalnych wytworzonych w danym kraju przez okres 1 roku. Zgodnie z wynikami badań przeprowadzonymi przez M. Kowerskiego [2011, s. 125-134] za okres 1995-2009 wynika, że sytuacja gospodarcza kraju w roku poprzednim mierzona dynamiką zmian PKB ma istotny wpływ na decyzje o wypłacie dywidendy w roku bazowym przez spółki charakteryzujące się dobrą sytuacją ekonomiczno-finansową. Zależność ta nie przejawia się w sytuacji spółek o gorszej od przeciętnej kondycji finansowej.

Wśród kolejnych determinant wypłaty dywidend wskazuje się również na wskaźniki rynkowe. W tym przypadku mowa o wskaźniku cena/wartość księgową – C/WK (ang. P/BV) oraz cena/zysk – C/Z (ang. P/E). Wskaźnik P/BV ukazuje relację ceny rynkowej spółki do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa przypadającego na akcjonariuszy. Z kolei wartość wskaźnik P/E oznacza okres, po upływie którego inwestor może oczekiwać zwrotu kapitału zainwestowanego w spółkę. Badania przeprowadzone przez H.A.N. Al-Malkawiego [2008] oraz H. DeAngelo, L. DeAngelo i R.M. Stulza [2006, s. 227-254] wskazują, że wskaźnik P/E charakteryzuje w odpowiednim stopniu dokonywane przez rynek oceny przyszłych przepływów pieniężnych. Spółki z wysokimi wartościami tego parametru mają większe możliwości inwestycyjne niż spółki z jego niskimi wartościami, co przekłada się na inne możliwości wypłaty dywidend. Z kolei spółki, które charakteryzowały się ujemnymi wartościami parametru P/E<sup>7</sup>, często wypłacały dywidendy. Takie decyzje oraz sami emitenci – po-

<sup>6</sup> W podobnych analizach warto wziąć pod uwagę także różnice w wysokości prowizji od inwestycji w krajowe oraz zagraniczne spółki, jak również ryzyko kursowe.

<sup>7</sup> Przeważnie w przypadku osiągnięcia przez emitenta straty w ujęciu rocznym serwisy zamiast prezentowania ujemnego wskaźnika P/E nie podają wartości tego parametru. Jest to jednak uzależnione od sposobu prezentacji danego serwisu dla inwestorów.

mimo osiągnięcia straty w ujęciu rocznym – są odbierani przez inwestorów pozytywnie, ponieważ zakładają oni, że skoro zarząd zdecydował się na wypłatę dywidendy, to ujemny wynik finansowy jest zdarzeniem incydentalnym i spółce nie grożą większe problemy finansowe. Do podobnych wniosków doszedł na podstawie badań R. Tuzimek [2013, s. 295]. W odniesieniu do parametru P/BV do ciekawych wniosków na podstawie przeprowadzonych badań doszły dwa zespoły badawcze: M. Baker i J. Wurgler [2004, s. 271-288] oraz H. DeAngelo, L. DeAngelo, R.M. Stulz [2006, s. 227-254]. Z badań tych wynika, że:

- a) im wyższa wartość wskaźnika P/BV charakteryzuje daną spółkę w roku poprzednim, tym wyższa możliwa dywidenda w roku bazowym,
- b) spółki posiadające wyższe wartości wskaźnika P/BV częściej wypłacają dywidendy od tych, które posiadają niskie wartości tego parametru.

Należy dodać, że determinanty wypłaty dywidend wskazują na zależności możliwości wypłaty dywidend od danego czynnika. Powiązania te występują dla większości spółek oraz dłuższych okresów. Jednak w wybranych przypadkach i w krótszych okresach mogą one nie występować lub charakteryzować się całkowicie odmiennymi tendencjami. Wynika to często z krótkookresowych zdarzeń emitenta i decyzji zarządu. Na takie zachowanie nie mogą sobie jednak pozwolić ci emitenci, którzy chcą być charakteryzowani jako spółki dywidendowe – takie, które systematycznie dokonują transferu gotówki do akcjonariuszy. M. Skousen [2011, s. 145] uważa, że systematycznie wypłacana dywidenda to dodatkowy dowód, iż zarząd spółki wykonuje właściwie powierzone mu obowiązki, rozwijając podmiot i działa w interesie akcjonariuszy, odpowiednio dokonując podziału wyniku finansowego. Autor wskazuje również, że regularnie wypłacana dywidenda jest formą presji na zarząd, aby skupił się na projektach, które najprawdopodobniej staną się sukcesem.

## **2. Dynamika i regularność wypłaty dywidend przez spółki notowane na na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie – wyniki badań**

Badanie dynamiki oraz regularności wypłaty dywidend przez emitentów notowanych na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych (WGPW) przeprowadzono na dzień 31.07.2018 r. Przedmiotem badań było 459 spółek notowanych na rynku podstawowym (indeks WIG) oraz na rynku New Connect, które w okresie 10 lat (wypłaty w okresie 2009-2018 za okres 2008-2017) wypłaciły przynajmniej raz dywidendy. Celami badań były wytypowanie tych emi-



tentów, którzy wypłacają dywidendy bez przerwy (10 wypłat w okresie 2009-2018) oraz analiza dynamiki wypłaty dywidend tych emitentów. Na potrzeby badań przyjęto hipotezy:

$H_0$ : Istnieją spółki notowane na GPW, które za okres 2008-2017 wypłacały dywidendy bez przerwy, a dynamika ich wypłat ma charakter wzrostowy.

$H_1$ : Nie istnieją spółki notowane na GPW, które za okres 2008-2017 wypłacały dywidendy bez przerwy.

W tabeli 2 przedstawiono liczbę spółek, które za badany okres wypłaciły dywidendy z różną częstotliwością – od 10 razy (bez przerwy) do 1 wypłaty (tylko raz dokonały wypłaty dywidendy przez 10 lat notowań).

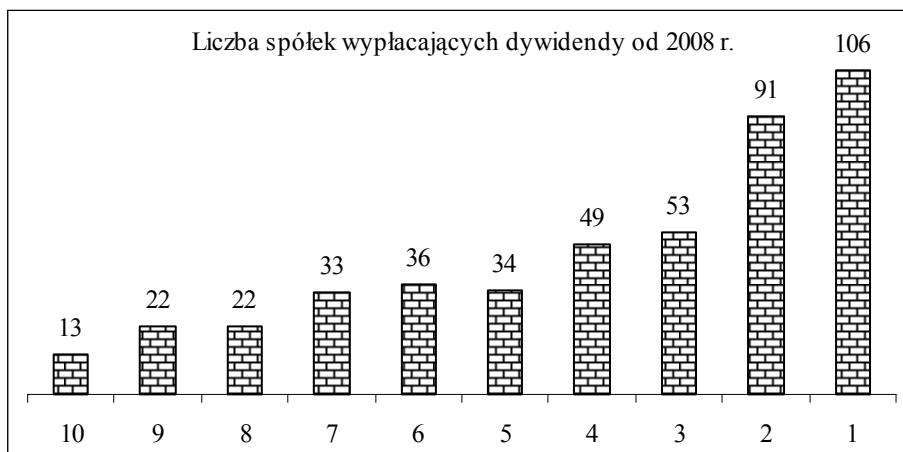
**Tabela 2.** Liczba spółek z GPW wypłacających dywidendy z różną częstotliwością

Liczba lat wypłat	Liczba spółek	Udział spółek (%)
10	13	2,83%
9	22	4,79%
8	22	4,79%
7	33	7,19%
6	36	7,84%
5	34	7,41%
4	49	10,68%
3	53	11,55%
2	91	19,83%
1	106	23,09%

Źródło: Opracowanie własne.

Najwięcej spółek, bo aż 106 (23,09% spośród wszystkich analizowanych podmiotów) wypłaciło dywidendy tylko raz i można wskazać, że była to wypłata incydentalna lub wypłata w ostatnim roku z analizowanego okresu (2018 r.); spółki dopiero rozpoczynają systematyczne wypłaty dywidend. Najmniej spółek – tylko 13 – wypłaciło dywidendy bez przerwy<sup>8</sup> i je można wskazać jako spółki dywidendowe do dalszej analizy (rys. 1). Należą do nich: Apator, Assec Poland, ATM Grupa, Budimex, Dom Development, Eurocash, Eurtel, Neuca, Puławy, Śnieżka, Unibep, Wawel oraz Żywiec.

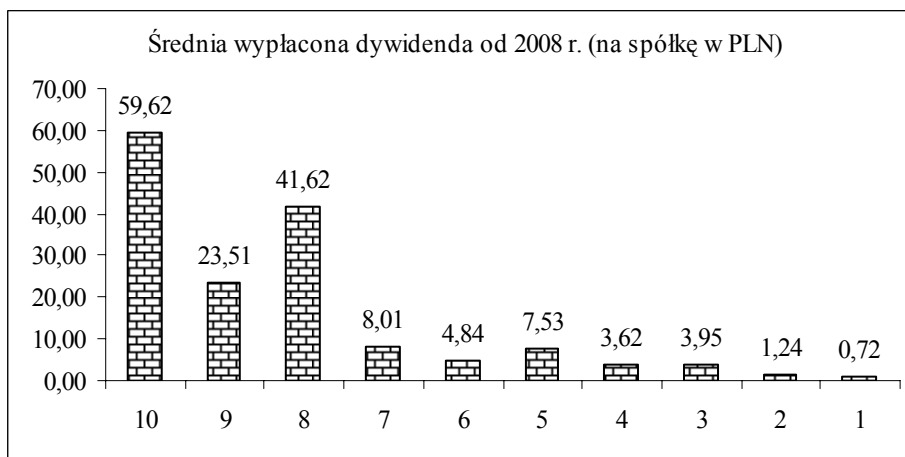
<sup>8</sup> Gdyby uwzględnić nieco mniej restrykcyjne podejście w wytypowaniu spółek dywidendowych (50% wypłat za badany okres), można wskazać 126 emitentów, którzy średnio co 2 lata wypłacają dywidendy. Daje to 27,45% całkowitej liczby badanych spółek. Na potrzeby badań jest to jednak zbyt łagodne podejście do określenia spółki mianem dywidendowej.



**Rys. 1.** Liczba spółek z GPW wypłacających dywidendy z różną częstotliwością

Źródło: Opracowanie własne.

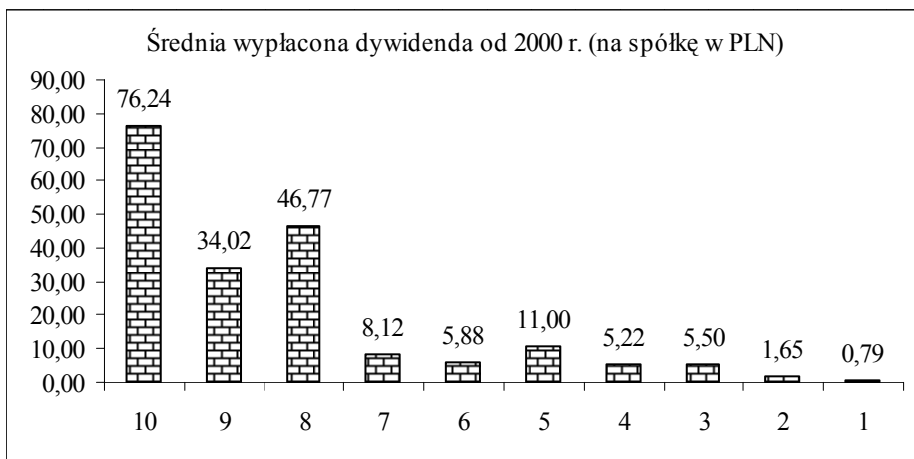
Spółki zaliczone na potrzeby badań do dywidendowych wypłacają od 2008 r. najwyższą średnią dywidendę na spółkę (59,62 zł na akcję) (rys. 2).



**Rys. 2.** Średnia wypłacona dywidenda przez spółki od 2008 r. (ilość wypłat dywidend w badanym okresie)

Źródło: Opracowanie własne.

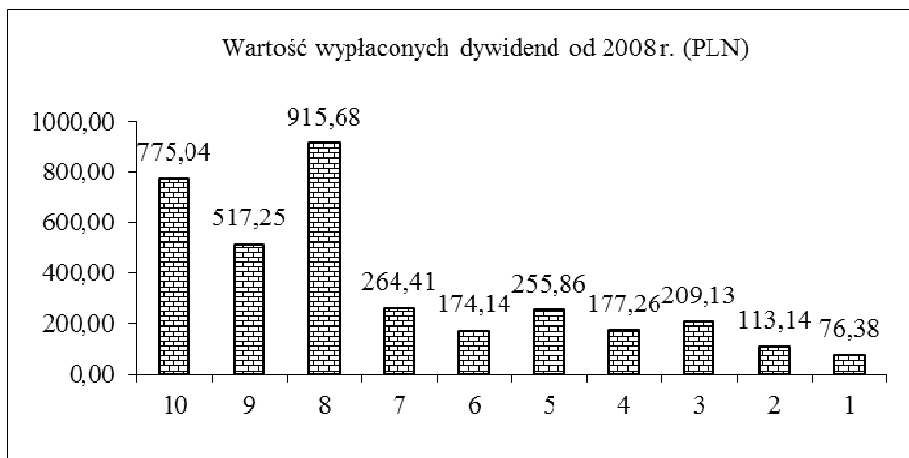
Uwzględniając dłuższy okres badań (18 lat – od 2000 r.), można stwierdzić, że spółki dywidendowe wypłacają – podobnie jak w wariancie od 2008 r. – najwyższą średnią dywidendę na akcję (76,24 zł) – rysunek 3.



**Rys. 3.** Średnia wypłacona dywidenda przez spółki od 2000 r. (ilość wypłat dywidend w badanym okresie)

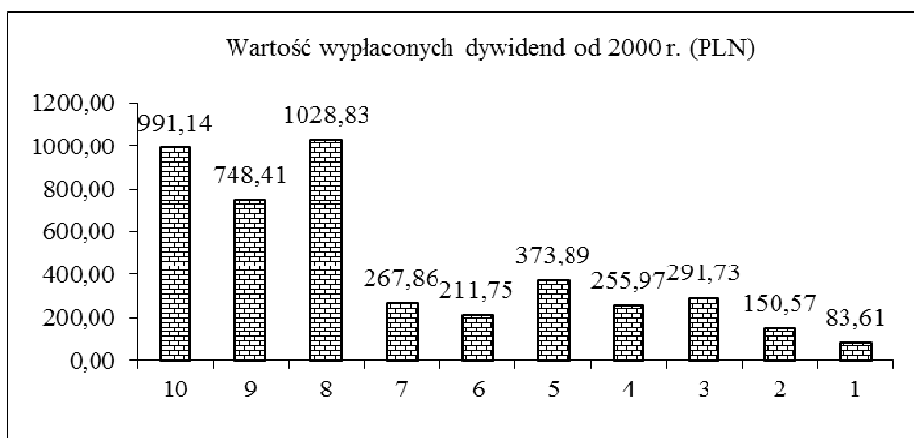
Źródło: Opracowanie własne.

Rysunki 4 oraz 5 przedstawiają sumy wypłaconych dywidend przez poszczególne grupy spółek odpowiednio za okres 10 i 18 lat.



**Rys. 4.** Wartość wypłaconych dywidend przez spółki od 2008 r. (ilość wypłat dywidend w badanym okresie)

Źródło: Opracowanie własne.



**Rys. 5.** Wartość wypłaconych dywidend przez spółki od 2000 r. (ilość wypłat dywidend w badanym okresie)

Źródło: Opracowanie własne.

W obu wariantach najwyższe sumy wypłaconych dywidend przypadają na spółki, które wypłaciły dywidendy 8 razy od 2008 r. – odpowiednio 915,68 PLN od 2008 r. oraz 1028,3 od 2000 r. Ich liczba jest jednak większa o 9 od spółek, które wypłacają dywidendę bez przerwy, stąd średnia dywidenda wypłacona na spółkę jest znacząco niższa.

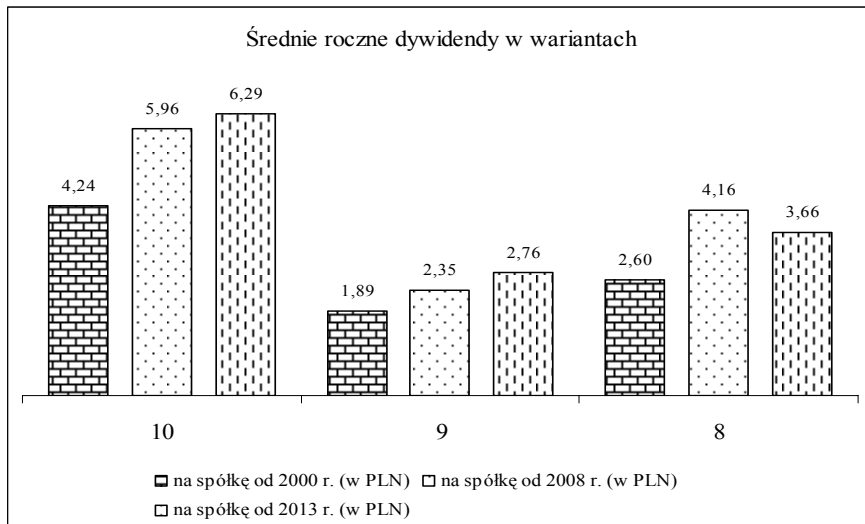
Uwzględniając średnią roczną dywidendę wypłaconą na spółkę, można założyć, że w większości analizowanych grup spółek zarysowuje się tendencja wzrostowa w wypłacie dywidend – średnia roczna wypłacona dywidenda na spółkę wypłacana od 2008 r. (10 lat) jest wyższa od średniej rocznej wypłaconej dywidendy na spółkę od 2000 r. (18 lat). Po wprowadzeniu dodatkowego wariantu czasowego – średnia roczna wypłacona dywidenda na spółkę od 2013 r. (5 lat) – tendencja ta jest utrzymana. Obliczenia prezentuje tabela 3.

**Tabela 3.** Średnie roczne dywidendy na spółkę w 3 wariantach czasowych

Liczba lat wypłat	Średnia roczna dywidenda		
	na spółkę od 2000 r. (w PLN)	na spółkę od 2008 r. (w PLN)	na spółkę od 2013 r. (w PLN)
10	4,24	5,96	6,29
9	1,89	2,35	2,76
8	2,60	4,16	3,66
7	0,45	0,80	0,63
6	0,33	0,48	0,57
5	0,61	0,75	1,08
4	0,29	0,36	0,56
3	0,31	0,39	0,68
2	0,09	0,12	0,13
1	0,04	0,07	0,09

Źródło: Opracowanie własne.

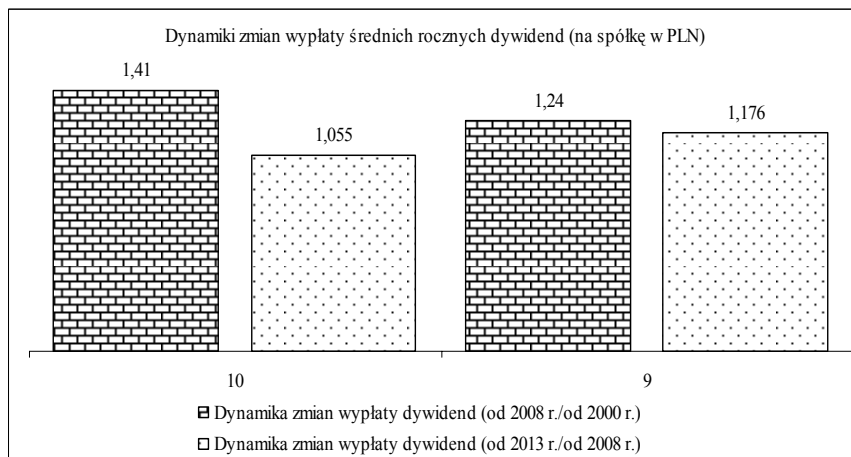
Analizując 3 grupy spółek – wypłata dywidendy bez przerwy, 9 razy przez 10 lat oraz 8 razy przez 10 lat – można zauważyć tendencję wzrostową w wypłacie dywidend. Szczególnie dotyczy to dwóch pierwszych grup spółek (rys. 6).



**Rys. 6.** Średnie roczne dywidendy na spółkę za okres od 2000 r., od 2008 r. oraz od 2013 r.

Źródło: Opracowanie własne.

Na rysunku 7 zaprezentowano dynamikę zmian wypłaty średnich rocznych dywidend na spółkę dla grupy spółek dywidendowych (wypłaty dywidend bez przerwy) oraz wypłaty dywidend tylko z 1 rokiem przerwy za okres 2008-2017.



**Rys. 7.** Dynamika zmian wypłaty średnich rocznych dywidend w ujęciu od 2008 r. / od 2000 r. oraz od 2013 r. / od 2008 r.

Źródło: Opracowanie własne.

Spółki dywidendowe charakteryzują się dodatnią dynamiką zmian wypłaty średnich dywidend na spółkę zarówno w ujęciu 10 lat / 18 lat, jak również w krótszym – 5 lat / 10 lat. Podobne tendencje można zauważyć w przypadku tych emitentów, którzy od 2008 r. pozwolili sobie raz nie wypłacić dywidendy. Tym samym przeprowadzone badania potwierdzają, że spółki dywidendowe notowane na GPW nie tylko wypłacają co rok dywidendy, ale w ujęciu średnim również charakteryzują się dodatnią dynamiką zmian.

## **Podsumowanie**

Wypłaty dywidend przez spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych są często istotnym czynnikiem determinującym wybór spółki do portfela inwestycyjnego. Dlatego zarządy spółek systematycznie dzielące się z akcjonariuszami częścią zysku mogą oczekiwać nie tylko poparcia ze strony akcjonariuszy w zakresie decyzji inwestycyjnych, ale również wyboru na następną kadencję. Innym pozytywnym wynikiem systematycznego podziału wyniku finansowego pomiędzy akcjonariuszy jest zachowanie kursów akcji takich spółek. Charakteryzują się one większą stabilnością notowań, a w okresie bessy ewentualne spadki cen wykorzystywane są do zwiększania udziału tych spółek w portfelach inwestorów.

Prezentowane badania potwierdziły występowanie na GPW spółek dywidendowych, które przez ostatnie 10 lat wypłacały dywidendy, a także charakteryzowały się dodatnią dynamiką zmian. Co więcej, jeśli uwzględnimy dłuższy, 18-letni okres badań (od 2000 r.), można wskazać jedną spółkę, która wypłacała bez przerwy dywidendy (Apator), po 5 podmiotów, które wypłacały dywidendy przez 17 i 16 lat, 3 spółki, które wypłacały dywidendy przez 15 lat, 7 emitentów dzielących się z inwestorami zyskami przez 14 lat oraz 8 spółek wypłacających dywidendy przez 13 z 18 lat. W sumie emitenci ci (29 spółek) stanowią 6,32% wszystkich analizowanych na potrzeby badań spółek. Ich grono powinno się systematycznie powiększać wraz ze wzrostem świadomości wagi dywidend wśród emitentów oraz inwestorów rynku kapitałowego.

Wynika z tego, że badania należy kontynuować i pogłębić je o analizę atrakcyjności inwestycji w spółki dywidendowe notowane na GPW z uwzględnieniem rozważań nad stopą wzrostu dywidend ( $g$ ) tych spółek oraz z innymi miarami dywidend. Badania nie powinny pominąć rynków zagranicznych i analizy porównawczej.

## Literatura

- Al-Malkawi H.A.N. (2008), *Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data*, "International Journal of Business", Vol. 13, No. 2, s. 177-195.
- Baker M., Wurgler J. (2004), *Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives*, "Journal of Financial Economics", Vol. 73, s. 271-288.
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R. (2005), *Payout Policy in the 21st Century*, "Journal of Financial Economics", No. 77, Iss. 3, s. 483-527.
- Chay J.B., Suh J. (2009), *Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty*, "Journal of Financial Economics", Vol. 93, s. 88-107.
- Chetty R., Saez E. (2005), *Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut*, "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 120, s. 791-833.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. (2000), *Special Dividends and The Evolution of Dividend Signaling*, "Journal of Financial Economics", No. 57, s. 309-354.
- 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, s. 227-254.
- Eije J.H. von, Megginson W.L. (2006), *Dividend Policy in the European Union*, <http://ssrn.com/abstract=891035> (dostęp: 28.03.2015).
- Eije J.H. von, Megginson W.L. (2008), *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, "Journal of Financial Economics", Vol. 89, No. 2, s. 347-374.
- Fama E.F., French K.R. (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* "Journal of Financial Economics", Vol. 60, s. 3-43.
- Ferris S.P., Sen N., Pei Yui H. (2006), *Are Fewer Firms Paying More Dividends?* "Journal of Multinational Financial Management", Vol. 16, No. 4, s. 333-362.
- Grullon G., Ikenberry D.L. (2000), *What Do We Know About Stock Repurchase?* "Journal of Applied Corporate Finance", Vol. 13, No. 1, [http://burridgecenter.colorado.edu/html/images/Guest\\_Speakers/jacfsurvey.pdf](http://burridgecenter.colorado.edu/html/images/Guest_Speakers/jacfsurvey.pdf) (dostęp: 17.03.2015).
- Guay W., Harford J. (2000), *The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases*, "Journal of Financial Economics", Vol. 57, Iss. 3, s. 385-415.
- Horbaczewska B. (2012), *Wyплаты dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Jabłoński B., Kuczowicz J. (2014), *The Issue of Dividend Policies of Companies Listed on Warsaw Stock Exchange – Results of the Research [w:] European Financial Systems 2014*, Proceedings of the 11<sup>th</sup> International Scientific Conference, Masaryk University, Brno.

- Jabłoński B., Prymon K. (2017), *Polityka dywidend współczesnego przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Jagannathan M., Stephens C.P., Weisbach M.S. (2000), *Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases*, “Journal of Financial Economics”, Vol. 57, Iss. 3, s. 355-384.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Wydawnictwo WSE w Krakowie – WSiLiZ w Rzeszowie – WSZiA w Zamościu, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Lichtenfeld M. (2015), *Get Rich with Dividends*, John Wiley&Sons, Hoboken – New Jersey.
- 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.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- Skousen M. (2011), *Inwestowanie w jednej lekcji*, Fijorr Publishing Company, Warszawa.
- Słoński T. (2012), *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław.
- Szablewski A. (2003), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa.
- Szablewski A., Tuzimek R. (2006), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Tuzimek R. (2013), *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych, Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037.
- Wróbel P. (2015), *Relacje inwestorskie* [w:] J.K. Bielecki, L. Pawłowicz (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, CeDeWu, Warszawa, s. 354-385.

**THE REGULARITY OF PAYMENT OF DIVIDENDS  
BY THE COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE  
IN THE PERIOD 2009-2018**

**Summary:** The article refers to the occurrence of the dividend companies on the Warsaw Stock Exchange and the regularity of the payment of dividends. It describes the determinants of dividend payments which most often appear in the descriptions of dividend policy, as well as those based on market data and financial statements, so that investors are able to analyze them themselves. The purpose of the study was to identify those issuers who pay out dividends without any interruption (10 payments during the period of 2009-2018) and also the analysis of the dynamics of payment of dividends of these



issuers. The test results confirm the existence of such issuers on the Warsaw Stock Exchange, which are characterized by a positive dynamics of a return payment of dividends.

**Keywords:** dividend, an investor, dividend determinants, the issuer of the stock market.