

## Polityka dywidendowa spółek z większościami udziałem kapitału zagranicznego – tendencje\*

Andrzej Zyguła\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest prezentacja tendencji w polityce dywidend firm notowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych oraz próba odpowiedzi na pytanie badawcze: czy tendencje te występują też na polskim rynku giełdowym?

*Metodologia badania* – Analiza polityk dywidendy objęła lata 2001–2011. Na próbie spółek, w których inwestorzy zagraniczni byli akcjonariuszami większościami, zbadano kształtowanie się skłonności do płacenia dywidend, wartości wypłaconych dywidend oraz koncentracji wypłat dywidend i koncentracji zysków netto.

*Wynik* – Spośród trzech zaprezentowanych, a następnie analizowanych tendencji w polityce dywidend dwie zostały potwierdzone. Po pierwsze, wykazano wzrost zarówno ogólnej wartości wypłacanych dywidend jak i ogólnej wartości zysków netto, z których te dywidendy były wypłacane. Dodatkowo zaobserwowano „podążanie” dywidendy za zyskami. Po drugie, potwierdzono wzrost koncentracji dywidend i zysków netto wśród największych płatników dywidend. Ponadto wykazano, że wypłaty dywidend były skoncentrowane w największych, pod względem wartości aktywów, spółkach będących płatnikami dywidend.

*Oryginalność/wartość* – Opiswane w polskiej literaturze tendencje dotyczące polityki dywidend odnoszą się zwykle do całego rynku giełdowego. Mając na uwadze, że polskie spółki giełdowe z roku na rok są obiektem coraz większego zainteresowania inwestorów zagranicznych, zwłaszcza inwestorów strategicznych, zawężono grupę badawczą analizując tendencje dywidendowe tylko wśród spółek, w których inwestorzy zagraniczni byli akcjonariuszami większościami.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidendy, znikająca dywidenda, koncentracja dywidendy

### Wprowadzenie

W literaturze można znaleźć szereg definicji pojęcia polityka dywidendy. Według jednej z nich polityka dywidendy (Clayman i in. 2012: 279) jest definiowana jako strategia, którą firmy podążają i w której określają ilość i terminarz wypłat dywidendy.

Mimo postępującej globalizacji i tendencji do ujednolicania zasad prowadzenia biznesu, polityka dywidendy wciąż zachowuje, czy to w przekroju kontynentalnym, czy nawet regionalnym, pewne zróżnicowanie. Skupiając się jednak na podobieństwach, nie różnicach,

---

\* Artykuł stanowi fragment projektu realizowanego w ramach badań statutowych w Katedrze Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w 2015 r. pt. *Mikro i makroekonomiczne uwarunkowania rynków finansowych – część druga*.

\*\* dr Andrzej Zyguła, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Rynków Finansowych, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: zyguła@uek.krakow.pl.

należy stwierdzić, że w polityce dywidend realizowanej pod koniec XX i na początku XXI wieku, na rozwiniętych rynkach kapitałowych zdiagnozowano występowanie trzech wspólnych tendencji – zjawisk. Zjawiska te to: po pierwsze – malejący odsetek spółek wypłacających dywidendy, po drugie – wzrost sumy wypłat w postaci dywidendy i po trzecie – wzrost koncentracji wypłat dywidendy.

Celem ogólnym artykułu jest przedstawienie wspomnianych tendencji w polityce dywidend firm notowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Ponadto, mając na uwadze, że polskie spółki giełdowe z roku na rok są obiektem coraz większego zainteresowania inwestorów zagranicznych, zwłaszcza inwestorów strategicznych oraz że w relacjach między spółką a inwestorem strategicznym istotną rolę odgrywa podział zysku i związana z nim polityka dywidendy sformułowano też drugi, szczegółowy cel. Celem tym jest próba odpowiedzi na pytanie, czy tendencje w polityce dywidend obserwowane na rozwiniętych rynkach kapitałowych występują też w Polsce, a w szczególności wśród spółek giełdowych, w których inwestorzy zagraniczni byli akcjonariuszami większościowymi.

## 1. Globalne tendencje w polityce dywidend – krótki przegląd literatury

Pierwszą wspomnianą tendencją występującą na rozwiniętych rynkach kapitałowych był **malejący odsetek spółek wypłacających dywidendy**, określane też jako **zjawisko znikającej dywidendy**. Po raz pierwszy zjawisko to zostało udokumentowane przez Famę i Frencha (2001), którzy obserwując wypłaty dywidend dokonywane przez spółki notowane na amerykańskich giełdach (NYSE, AMEX i NASDAQ) w latach 1926–1999 odnotowali m.in., iż odsetek płatników dywidend obniżył się w sposób drastyczny w latach 90. Jeśli 67% amerykańskich spółek wypłacało dywidendę w 1978 roku, to w 1999 było to już tylko 21%.

D'Angelo, D'Angelo i Skinner (2004) byli jednymi z wielu naukowców, którzy podjęli dalsze analizy zjawiska przedstawionego przez Famę i Frencha (2001). Na wstępie potwierdzili oni, że na przestrzeni lat 80. i 90. liczba firm przemysłowych<sup>1</sup> wypłacających dywidendy na giełdach nowojorskich zmniejszyła się o ponad 50%. Jednocześnie wskazali też, co było kolejną tendencją (drugą), że **łączna wartość wypłaconej dywidendy wzrosła**. Pomiędzy 1978 a 2000 rokiem, tak w ujęciu nominalnym, jak i realnym był to odpowiednio wzrost o 225 i 23%. Dodatkowo D'Angelo, D'Angelo i Skinner (2004) mając na uwadze wspomniany wzrost wartości wypłacanych dywidend przy jednoczesnym obniżeniu się liczby firm, które dokonywały tych wypłat wykazali, że sytuacja taka miała miejsce na skutek (trzecia tendencja) **wysokiej i wzrastającej koncentracji wypłat dywidendy w stosunkowo niewielkiej grupie spółek**. W szczególności odnotowali oni, że dwudziestu pięciu największych płatników dywidend w 2000 roku wypłaciło 55% łącznej kwoty dywidend, a największych stu wypłaciło 82% tej kwoty, podczas gdy w 1978 roku było to odpowiednio

<sup>1</sup> Po wyłączeniu z analiz spółek z sektora finansowego i spółek z sektora użyteczności publicznej.

38 i 67%. Podstawą tak wysokich wypłat dywidend były, jak to stwierdzili, wysokie zyski, i one również były bardzo skoncentrowane i koncentracja ta wzrastała. Zagregowane zyski stu największych płatników dywidend stanowiły w 1978 roku – 58% łącznych zysków wszystkich spółek wypłacających dywidendy a w 2000 roku było to 74%.

Oprócz rynku amerykańskiego, gdzie zdiagnozowane przez Famę i Frencha (2001) oraz D'Angelo, D'Angelo, i Skinnera (2004) tendencje dywidendowe były analizowane i potwierdzane m.in. przez Grullona i in. (2011), zbliżone zachowania zaobserwowano także na innych rynkach kapitałowych świata.

Dla przykładu w Wielkiej Brytanii (WB), podobnej pod wieloma biznesowymi względami do gospodarki Stanów Zjednoczonych, zjawisko znikającej dywidendy jako pierwsi odnotowali Benito i Young (2001). Wykazali oni, że odsetek spółek wypłacających dywidendę obniżył się z 95 w 1979 do 75% w 1999 roku. Tendencja ta była jeszcze niejednokrotnie potwierdzana w innych badaniach zrealizowanych m.in. przez ap Gwilyma, Seaton i Thomasa (2004); Ferrisa, Sena i Yuia (2006); Rennebooga i Trojanowskiego (2011); Kuo, Dennisa i Zhanga (2012). Wszyscy autorzy tych badań byli też zgodni, że spadek odsetka firm wypłacających dywidendy rozpoczął się w WB znacznie później, a jego skala była mniejsza niż w USA.

Wspomniani ap Gwilym, Seaton i Thomas (2004) w swoich badaniach potwierdzili też dwie kolejne tendencje. W szczególności odnotowali oni, że choć pomiędzy 1979 a 2000 rokiem obniżył się odsetek firm wypłacających dywidendy, to zagregowana wartość wypłacanych dywidend wzrosła. W ujęciu nominalnym był to wzrost o 571%, a w ujęciu realnym o 136%. W przypadku natomiast koncentracji wykazali, że 100 największych płatników dywidend dystrybuowało w 1979 roku 68% ogólnej kwoty dywidend, a w 2000 roku było to ponad 88%. Wzrost koncentracji zdiagnozowali oni również w przypadku zysków, gdzie zyski 100 największych płatników dywidend stanowiły w 1979 roku 68% ogółu dodatnich zysków firm wypłacających dywidendy, a w 2000 roku koncentracja ta wzrosła do ponad 85%. Późniejsze badania przeprowadzone przez Ferrisa, Sena i Yuia (2006) również potwierdziły te dwie tendencje.

Von Eije i Megginson (2008) badali z kolei politykę wypłat, w tym również politykę dywidendy, w latach 1989–2005, w 15 krajach, które weszły w skład Unii Europejskiej przed majem 2004 roku. Autorzy w przypadku zjawiska znikającej dywidendy potwierdzili, że tendencja ta była także zauważalna w UE-15 (ogółem redukcja z 91 w 1989 do 51% w 2005 r.). Tu jednak spadek odsetka firm wypłacających dywidendy rozpoczął się znacznie później, ale jego średnioroczna dynamika była dużo większa niż w USA. Podobnie było też w przypadku drugiej tendencji. Początkowo wartość wypłacanych dywidend w ujęciu realnym wzrosła nieznacznie, o tylko 20%, z 35 mld EUR w 1989 do 42 mld EUR 1994 roku, aby następnie pomiędzy 1994 a 2005 rokiem wzrosnąć gwałtownie o 169%, osiągając 113 mld EUR. Trzecia tendencja dotycząca koncentracji płatności dywidendowych także występowała w UE-15. Von Eije i Megginson (2008) wykazali, że 10% spółek będących największymi płatnikami w 1989 roku wypłacało dywidendy stanowiące 79% ogólnej sumy

wypłaconej w krajach UE-15, a w 2005 roku było to 92% ogólnej sumy. Dodatkowo autorzy wykazali też, że dywidendy były skoncentrowane wśród największych pod względem wartości aktywów spółek, będących zarazem płatnikami dywidend.

W wymiarze międzynarodowym badania przeprowadzili również m.in. Denis i Osobov (2008), którzy analizowali politykę dywidendy w latach 1989–2002 występującą na sześciu dominujących rynkach kapitałowych świata, tj. w USA, Kanadzie, Wielkiej Brytanii, Niemczech, Francji i Japonii. Na próbie 25 krajów z całego świata politykę dywidendy w latach 1994–2007 badali też Ferris, Sen i Unlu (2009). Fatemi i Bildik (2012) z kolei na próbie 33 krajów, w latach 1985–2006 analizowali m.in. tendencje w globalnej polityce dywidendy. Kuo, Philip i Zhang (2013) skupili się natomiast na polityce dywidend realizowanej w latach 1989–2011 głównie w Kanadzie, USA, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech, Australii, Hong Kongu i Singapurze.

Wszyscy wymienieni autorzy w mniejszym lub większym zakresie potwierdzili, że występujące w Stanach Zjednoczonych trzy tendencje w polityce dywidendy były także obserwowane w innych zakątkach świata, choć siła i skala tych zjawisk były różne.

**Tabela 1**

Odsetek firm wypłacających dywidendy w wybranych państwach świata na podstawie różnych badań (%)

Państwa	Ferris, Sen i Unlu (2009) analiza w latach 1994–2007			Denis, Osobov (2008) analiza w latach 1981–2002		Fatemi, Bildik (2012) analiza w latach 1985–2006			Kuo, Dennis i Zhang (2013) analiza w latach 1989–2011		
	1994	2002	2007	1981– 1985	1996– 2002	1985	2002	2006	1989	2002	2011
Australia	74	28	25	98	55	96	29	29	48	30	24
Kanada	49	20	27	82	29	88	24	29	26	15	21
WB	81	51	45	97	73	99	55	43	92	50	46
USA	36	18	25	60	23	74	23	28	35	22	31
Francja	71	56	62	72	68	85	59	62	88	58	58
Niemcy	71	41	46	83	56	93	46	48	74	43	44
Japonia	88	82	86	98	85	99	85	85	-	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ferris i in. (2009); Denis, Osobov (2008); Fatemi, Bildik (2012); Kuo i in. (2011).

Na zakończenie tej krótkiej prezentacji tendencji dywidendowych, w odniesieniu do zjawiska znikającej dywidendy należy jeszcze wspomnieć, iż w zestawie badań potwierdzających to zjawisko wyróżniają się często cytowane badania zrealizowane przez Julio i Ikenberry (2004). O ile bowiem zgodnie z rezultatami Famy i Frencha (2001) potwierdzili oni obniżenie odsetka firm wypłacających dywidendy w latach 1984–1999 z 34 do 16%, to po 2001 roku, gdy odsetek ten osiągnął 16%, odnotowali oni jego wzrost do ponad 20%

w 2004 roku. Stąd też ich wniossek, że być może mamy do czynienia ze zjawiskiem **ponownego pojawienia się dywidendy**.

Tendencja ta na rynku amerykańskim została potwierdzona również przez przytoczone wcześniej badania autorstwa Ferrisa, Sena i Unlu (2009), Fatemi i Bildika (2012) czy Kuo, Philipa i Zhanga (2013). Dodatkowo wyniki tych badań pokazały, że ponowne pojawienie się dywidendy miało miejsce w większym lub mniejszym zakresie i z większym lub mniejszym opóźnieniem w stosunku do USA w większości innych analizowanych krajów.

## 2. Tendencje dywidendowe w krajowych spółkach giełdowych z większościami akcjonariuszem zagranicznym

Analiza polityki dywidendowej objęła lata 2001–2011. Wyjściową próbę badawczą stanowiły spółki (426 podmiotów), które były na koniec 2011 roku notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Następnie uszczegóławiając, w oparciu o dane bazy Notoria Serwis, z tej ogólnej próby wyłoniono spółki, w których największym akcjonariuszem był podmiot zagraniczny. W dalszej kolejności z próby tej usunięto firmy, których dane finansowe w bazie Notoria Serwis były niedostępne, w szczególności wyeliminowano wszystkie spółki zagraniczne. Lista spółek wypłacających dywidendę została natomiast zidentyfikowana na podstawie kalendarzy wypłat dywidend zawartych w Rocznikach Giełdowych z poszczególnych lat.

W wyniku tak przeprowadzonego doboru otrzymano finalną próbę badawczą, składającą się z 28 podmiotów wypłacających dywidendę (D) i 50 nie wypłacających dywidendy (N), które odpowiadały łącznie odpowiednio za 205 i 320 badanych zdarzeń. Tabela 2 zawiera szczegółowe zestawienie liczebności badanej próby w poszczególnych latach.

**Tabela 2**

Liczebność analizowanej próby badawczej w latach 2001–2011

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Razem
DiN	31	32	31	31	40	44	51	56	60	71	78	525
D	12	10	14	13	17	24	25	22	17	23	28	205
N	19	22	17	18	23	20	26	34	43	48	50	320

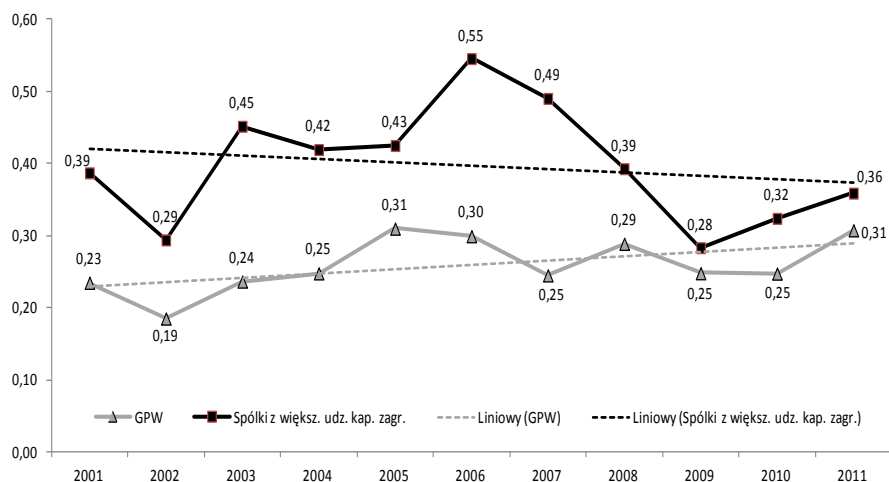
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis i Roczników Giełdowych z poszczególnych lat.

Pierwszą wspomnianą tendencją występującą na rozwiniętych rynkach kapitałowych było zjawisko znikającej dywidendy oraz następnie zjawisko ponownie pojawiającej się dywidendy. W Polsce pierwszych wypłat dywidendy na GPW dokonano w 1992 roku. W kolejnych latach po 1992 roku, wraz z rozwojem giełdy i rosnącą liczbą notowanych spółek, powiększała się też liczba przedsiębiorstw wypłacających dywidendę. Udział spółek

wypłacających dywidendę w łącznej liczbie notowanych przedsiębiorstw nie wykazywał jednak jednoznacznych tendencji (Lewandowski 2010).

Trudno jest tu tym samym porównywać, to co dzieje się na polskim rynku, „młodym” rynku, do długoterminowych tendencji występujących na wysoko rozwiniętych, „starych” rynkach kapitałowych, bowiem dywidenda w Polsce „dopiero” się pojawiła.

W analizowanych latach 2001–2011, jak zaprezentowano to rysunek 1, w odniesieniu do całej giełdy można zauważyć trend wzrostowy, choć w badanej próbie spółek trend ten nieznacznie był spadkowy. W 2001 roku 39% spółek z dominującym akcjonariuszem zagranicznym wypłaciło dywidendę. Na przestrzeni analizowanych lat skłonność do wypłaty dywidendy obniżyła się, ale tylko o 3 pkt proc., osiągając 36% w 2011 roku. W latach tych skłonność wykazywała też duże wahania od max. 55 w 2006 do min. 28% w 2008 roku. W sześciu badanych latach skłonność do wypłat dywidendy była powyżej linii trendu, a pięciu poniżej. Wnioski co do kształtowania się skłonności do wypłat wśród analizowanej grupy spółek nie są tu więc jednoznaczne.

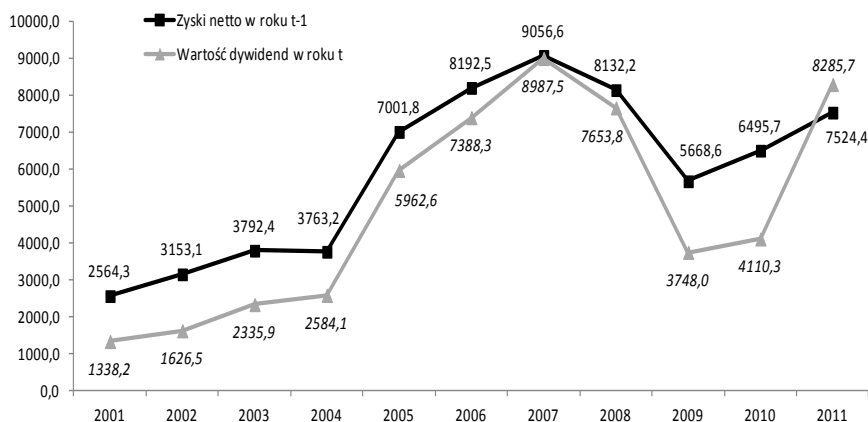


**Rysunek 1.** Skłonność do wypłaty dywidend na GPW w Warszawie i wśród spółek z większością udziałem kapitału zagranicznego

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

Obserwując przedstawione tendencje można jednak dodatkowo jednoznacznie stwierdzić, że skłonność do wypłaty dywidend w każdym roku w badanej grupie spółek z większością akcjonariuszem zagranicznym była wyższa niż skłonność do wypłat dywidend na GPW ogółem. W szczególności przeciętna skłonność do wypłaty dywidend w latach 2001–2011 w badanej próbie spółek była wyższa o 13 pkt proc. od skłonności na GPW ogółem i wyniosła ona odpowiednio 39% dla próby i 26% dla GPW.

Drugą wykazaną tendencją był wzrost sumy wypłat w postaci dywidendy. Jak zauważył Kowerski (2011: 135), dynamiczny rozwój GPW powodował szybki wzrost zysków netto w wartościach bezwzględnych i w konsekwencji również bardzo duży wzrost wartości wypłaconych dywidend. W analizowanej grupie spółek, co przedstawiono na rysunku 2, było podobnie.



**Rysunek 2.** Zmiany wartości dywidend w roku t i zysków netto w roku t – 1 płatników dywidendy w roku t (ceny stałe 2011 r.; mln zł)

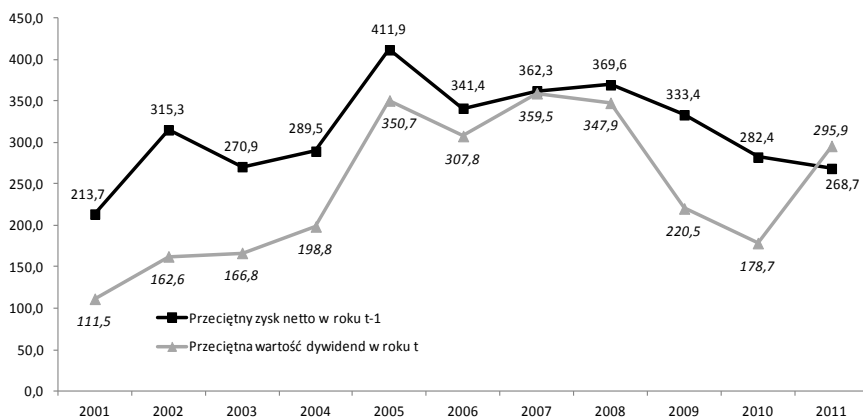
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Wartość wypłaconych dywidend gotówkowych<sup>2</sup> w cenach bieżących wzrosła z 1027,8 mln zł w 2001 roku do 8285,7 mln zł, co stanowiło wzrost o ponad 700%. W ujęciu realnym w cenach z 2011 roku był to natomiast wzrost o ponad 500% (z 1338,2 mln zł w 2001 r.). Ogólnie wartość dywidendy rosła średnio, realnie i nominalnie, o 30% rocznie. Rekordowe przy tym okazały się dwa lata, tj. 2005 i 2011, kiedy odnotowano wzrost odpowiednio o ponad 130 i 110%. Najgorszymi latami były natomiast 2008 – spadek wartości wypłaconych dywidend o 15% (realnie i nominalnie) i 2009 – spadek o 47% (51% realnie).

Tak jak wzrastała wartość wypłaconych dywidend, tak wzrastała też wartość zysków netto będących ich podstawą. Zyski wzrastały jednak w tempie wolniejszym niż dywidendy. W latach 2001–2011 wartość zysków z roku t – 1 spółek wypłacających dywidendę w roku t rosła średniorocznie o 17% nominalnie i 15% realnie. Najgorszymi latami dla zysków, tak jak i dla dywidend, były 2008 i 2009, kiedy to odnotowano ich obniżenie odpowiednio o 10% (realnie i nominalnie) i 25% (30% realnie). Ogólnie nominalna wartość zysków netto z roku t – 1 spółek wypłacających dywidendę w roku t wzrosła z 1969,5 mln zł w 2001 roku do 7524,4 mln zł, co stanowiło wzrost o ponad 280%. W ujęciu realnym w cenach z 2011 roku był to natomiast wzrost o ponad 190% (z 2564,3 mln zł w 2001 r.).

<sup>2</sup> Wartość tę dla poszczególnych spółek obliczono jako iloczyn wskaźnika dywidenda na akcję i liczby akcji.

Mając na uwadze, że zapewne duża część przyrostu sumy wypłacanych dywidend wynika ze zwiększenia liczby spółek realizujących tego typu działania (2001 r. – 12, a 2011 r. – 28), właściwszą miarą tego przyrostu jest przeciętna wartość wypłaty zrealizowanej przez spółkę. W latach 2001–2011 przeciętna roczna wartość wypłaty, w cenach z 2011 roku wzrosła blisko trzykrotnie z 111,5 mln zł w 2001 do 295,9 mln zł w 2011 roku.



**Rysunek 3.** Zmiany przeciętnej wartości dywidend w roku t i przeciętnych zysków netto w roku t – 1 płatników dywidendy w roku t (ceny stałe 2011 r.; mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Obserwując tendencje w zakresie zysków i dywidend występujące w grupie spółek z większościowym udziałem inwestorów zagranicznych można dodatkowo zauważyć, że dywidenda, tak jak i na rozwiniętych rynkach kapitałowych, zmienia się w ślad za zyskiem wręcz, jak określił to Damodoran (2007: 1019), dywidenda „podąża” za zyskiem. Wyjątkiem w tym względzie był jednak 2011 rok, bowiem wartość wypłaconych dywidend przewyższyła wartość zysków netto będących podstawą tych wypłat.

Jeśli ogólnie można stwierdzić, że podstawą wypłaty dywidend w roku t są zyski netto roku t – 1, to mając na uwadze szczegółowe aspekty prawno-księgowe należy zaznaczyć, iż wypłaty dywidend w roku t są tak naprawdę uzależnione od każdego zysku bilansowego, który kiedykolwiek został przez spółkę wypracowany i pozostaje w spółce (Kodeks... 2012: 284). Jest więc nawet możliwa sytuacja, że choć spółka w roku obrachunkowym t – 1 poniesie stratę, to i tak w roku t będzie mogła wypłacić dywidendę. Przepisy prawne (Ustawa... Art. 348. § 1) wprowadzają tu bowiem możliwość wypłaty dywidendy z zysków z lat ubiegłych.

W 2011 roku wszystkie badane spółki osiągnęły zyski, ale w przypadku 5 z nich wartość dywidendy przekroczyła wartość zysków netto z roku t – 1, co oznacza, że spółki te wypłacając dywidendy skorzystały z zakumulowanych kapitałów z lat poprzednich. Rekordzistą



w tym względie była TP SA, która wypłaciła dywidendy na poziomie 2003 mln zł, podczas gdy zyski netto t – 1 wynosiły 1023 mln zł. Spółka dokonując wypłaty dywidendy na ten cel przeznaczyła 1002 mln zł zysku netto t – 1 oraz 1001 mln zł z kapitału zapasowego.

Jak już wspomniano, wartość wypłacanych dywidend w 2011 roku wzrosła w porównaniu do 2010 o 110%. TP SA dokonując swojej wypłaty również była jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy. Wartość dywidendy wypłaconej przez spółkę stanowiła bowiem 24% ogólnej wartości wszystkich dywidend wypłaconych w 2011 roku. Sytuacja ta dobitnie świadczy o kolejnej wspomnianej już tendencji, tj. dużej koncentracji dywidend.

**Tabela 3**

Koncentracja wartości wypłaconych dywidend w roku t i zysków netto z roku t – 1 (%)

Proc. płatników:	Koncentracja wartości wypłat dywidend:				Koncentracja zysków wg wartości wypłat największych płatników	
	wg wartości wypłat największych płatników		wg wartości aktywów płatników		10%	25%
	10%	25%	10%	25%	10%	25%
2001	0,43	0,68	0,14	0,28	0,11	0,57
2002	0,49	0,78	0,49	0,69	0,51	0,71
2003	0,38	0,76	0,38	0,61	0,27	0,43
2004	0,36	0,59	0,36	0,48	0,30	0,46
2005	0,53	0,75	0,34	0,49	0,30	0,73
2006	0,42	0,78	0,34	0,76	0,38	0,75
2007	0,69	0,86	0,41	0,74	0,51	0,73
2008	0,69	0,87	0,40	0,55	0,40	0,69
2009	0,79	0,90	0,79	0,89	0,73	0,87
2010	0,64	0,92	0,20	0,89	0,60	0,90
2011	0,69	0,94	0,52	0,88	0,57	0,87

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Jak wynika z tabeli 3, 10% spółek będących największymi płatnikami w 2001 roku wypłacało dywidendy stanowiące 43% ogólnej sumy dywidend wypłaconych przez spółki, w których inwestor zagraniczny był największym akcjonariuszem, a w 2011 roku było to 69% ogólnej sumy. W przypadku natomiast 25% spółek największych płatników koncentracja ta była znacząco większa. W 2001 roku wypłacili oni blisko 70% wszystkich dywidend, a w 2011 było to 94%. Dodatkowo, podobnie jak w przypadku wyników von Eije i Megginsona (2008), można zauważyć, że dywidendy były skoncentrowane wśród największych pod względem wartości aktywów spółek płatników. I tak 10% (25%) największych spółek będących zarazem płatnikami dywidend dokonało w 2001 roku wypłat stanowiących 14% (28%) ogólnej sumy wypłaconych dywidend, w 2011 roku odsetek ten stanowił już 52% (88%).

Jak zauważyli DeAngelo, DeAngelo i Skinner (2004), skoro decyzje dywidendowe uzależnione są od zysków, to sugeruje to, iż wysoka i wzrastająca koncentracja dywidend może być wynikiem wysokiej i wzrastającej koncentracji zysków. Do podobnych wniosków można dojść w przypadku analizowanej grupy spółek. Zagregowane zyski netto (t – 1) 10%

spółek będących największymi płatnikami dywidend stanowiły w 2001 roku 11% łącznych zysków wszystkich spółek wypłacających dywidendy w badanej grupie, a w 2011 roku było to 57%. W przypadku natomiast 1/4 spółek będących największymi płatnikami ich zyski stanowiły już w 2001 – 57% a w 2011 roku – 87%.

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone w niniejszym artykule analizy pokazały, że w badanym okresie, tj. w latach 2001–2011, tendencje zdiagnozowane wśród spółek notowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych w dużej mierze występowały również na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w spółkach, w których inwestorzy zagraniczni byli akcjonariuszami większościowymi. W szczególności spośród trzech zaprezentowanych tendencji nie udało się jednoznacznie potwierdzić pierwszej z nich, tj. obniżenia skłonności do wypłaty dywidend. Pozostałe dwie tendencje zostały natomiast potwierdzone. Po pierwsze więc wykazano, zarówno w wielkościach realnych, jak i nominalnych, wzrost ogólnej wartości wypłacanych dywidend, jak i wzrost ogólnej wartości zysków netto, z których te dywidendy były wypłacane. Dodatkowo zaobserwowano też wzrost przeciętnej wartości wypłaty zrealizowanej przez spółkę oraz „podążanie” dywidend za zyskami. Po drugie, potwierdzono wzrost koncentracji dywidend i zysków netto wśród największych płatników dywidend. Ponadto wykazano, że wypłaty dywidend były też skoncentrowane wśród największych pod względem wartości aktywów spółek będących płatnikami dywidend.

Reasumując można sformułować wniosek, że wraz z rozwojem i wzrastającą internacjonalizacją polskiego rynku giełdowego tendencje występujące w polityce dywidend będą wyraźniejsze i jeszcze bardziej zbliżone do wzorców obserwowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych.

## Literatura

- ap Gwilym O., Seaton J., Thomas S. (2004), *Dividends Aren't Disappearing: Evidence from the UK*, University of Southampton Discussion Papers in Accounting and Finance, nr AF04-15, s. 1–48.
- Benito A., Young G. (2001), *Hard times or great expectations: Dividend omissions and dividend cuts by UK firms*, Bank of England Working Paper, nr 147, s. 1–40.
- Clayman M.R., Fridson M.S., Troughton G.H., Scanlan M. (2012), *Corporate Finance. A Practical Approach*, 2nd ed., John Wiley & Sons.
- Damodoran A. (2007), *Finanse korporacyjne, Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2004), *Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings*, „Journal of Financial Economics” vol. 72, s. 425–456.
- Denis D.J., Osobov I. (2008), *Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy*, „Journal of Financial Economics” vol. 89, nr 1, s. 62–82.
- Fama E., French K. (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?*, „Journal of Financial Economics” vol. 60, s. 3–43.
- Fatemi A., Bildik R. (2012), *Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence*, „Journal of Banking & Finance” vol. 36, s. 662–677.

- Ferris S.P., Sen N., Yui H. P. (2006), *God Save the Queen and Her Dividends Corporate Payouts in the United Kingdom*, „The Journal of Business” vol. 79, nr 3, s. 1149–1173.
- Ferris S.P., Sen N., Unlu E. (2009), *An International Analysis of Dividend Payment Behavior*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 36, nr 3&4, s. 496–522.
- Grullon G., Paye B., Underwood S., Weston J.P. (2011), *Has the Propensity to Pay Out Declined?*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 46, nr 1, s. 1–24.
- Julio B., Ikenberry D.L. (2004), *Reappearing Dividends*, „Journal of Applied Corporate Finance” vol. 16, nr 4, s. 89–100.
- Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł III. Spółki kapitałowe. Dział II. Spółka akcyjna. tom 3* (2012), red. T. Siemiątkowski, R. Potrzebny, LexisNexis Sp. z o.o., Warszawa.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wyd. Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Kuo J.-M., Dennis P., Zhang Q.-J. (2012), *Why dividends disappear in the UK - liquidity, risk or catering?*, European Financial Management Association Annual Meeting, Barcelona, [http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012\\_0092\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0092_fullpaper.pdf) (5.03.2015), s. 1–37.
- Kuo J.-M., Philip D., Zhang Q. (2013), *What drives the disappearing dividends phenomenon?*, „Journal of Banking & Finance” vol. 37, s. 3499–3514.
- Lewandowski R. (2010), *Dywidenda na polskim rynku giełdowym*, „Przegląd organizacji” nr 6, s. 35–39.
- Renneboog L., Trojanowski G. (2011), *Patterns in payout policy and payout channel choice*, „Journal of Banking & Finance” vol. 35, s. 1477–1490.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037.
- von Eije H., Megginson W.L. (2008), *Dividends and share repurchases in the European Union*, „Journal of Financial Economics” vol. 89, s. 347–374.

#### THE DIVIDEND POLICY OF COMPANIES WITH MAJORITY OF FOREIGN CAPITAL - TRENDS

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to present trends in the dividend policy of companies listed on the developed capital markets and try to answer the research question: Are these trends also present on the Polish stock market?

*Design/methodology/approach* – The analysis of the dividend policy has covered the years 2001–2011. The shaping of the tendency to pay dividends, the value of dividend paid, the concentration of dividend payment as well as net profits concentration have been examined on the sample of companies in which foreign investors were majority shareholders.

*Findings* – Two trends in dividend policy have been confirmed out of the three presented and then analysed. Firstly, an increase in both the total value of dividends paid and the total value of the net profits, out of which the dividends were paid, has been shown. Additionally, the “following” of profits by the dividend has been observed. Secondly, an increase in the concentration of dividends and net profits among the largest dividend payers has been confirmed. It has also been shown that the payments of dividends were concentrated in the largest – in terms of the value of assets – companies which paid dividends.

*Originality/value* – The dividend policy trends described in Polish literature usually refer to the entire stock market. Bearing in mind that each year the Polish listed companies increasingly attract foreign investors, especially strategic investors, the research group has been limited to analysing the dividend trends of only those companies in which foreign investors were the majority shareholders.

**Keywords:** dividend policy; disappearing dividends; dividend concentration

#### Cytowanie

- Zygula A. (2015), *Polityka dywidendowa spółek z większościami udziałem kapitału zagranicznego – tendencje*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 229–239; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).