

**Mieczysław Kowerski**

Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu

---

## ZMIANY SKŁONNOŚCI DO PŁACENIA DYWIDEND SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

---

**Streszczenie:** W pracy, dokonując dekompozycji wskaźnika udziałów spółek płacących dywidendy w ogólnej liczbie spółek, pokazano, że wzrost udziału spółek płacących dywidendy od roku 2000 wynikał ze wzrostu ich skłonności do płacenia dywidend, natomiast zmiany charakterystyk spółek nie sprzyjały decyzjom o płaceniu dywidend. Pokazano również, że zmiany skłonności do płacenia dywidend są silnie dodatnio skorelowane z rozwojem gospodarczym mierzonym tempem wzrostu produktu krajowego brutto.

### 1. Wstęp

Badania rozwiniętych rynków kapitałowych pokazują, że zmiany udziałów spółek płacących dywidendy w ogólnej liczbie spółek notowanych na giełdzie zależą od dwóch czynników: zmian charakterystyk spółek oraz zmian skłonności do płacenia dywidend przez poszczególne spółki [Fama, French 2001; Salas, Chahyadi 2006]. Skłonność to nachylenie postawy w kierunku czegoś lub kogoś, sprawiające, że rośnie prawdopodobieństwo określonych zdarzeń [Hozer, Doszyń 2004, s. 17]. W przypadku wypłat dywidend skłonność (*propensity to pay*) to postawa ukierunkowana na „chęć” do podzielenia części lub całości wypracowanego przez spółkę zysku wśród akcjonariuszy.

Badania czynników determinujących wypłaty dywidend mają już długą historię. Podstawowym narzędziem tych badań jest dwumianowy model logitowy, w którym zmienna objaśniana przyjmuje wartość 1, jeżeli *i*-ta spółka w roku *t* wypłaciła dywidendę oraz wartość 0, jeżeli nie wypłaciła.

Zmiennymi objaśniającymi są najczęściej różne charakterystyki ekonomiczno-finansowe spółek<sup>1</sup>. Standardy badań charakterystyk spółek płacących dywi-

---

<sup>1</sup> W modelach panelowych obejmujących dłuższe okresy, jako zmienne objaśniające, wprowadzane są również zmienne opisujące sytuację makroekonomiczną i elementy polityki państwa wobec spółek.

dendy wyznaczyli Eugene Fama i Kenneth French [Fama, French 2001], którzy zaproponowali następujące zmienne objaśniające: rentowność mierzona stopą zwrotu netto z aktywów, możliwości inwestycyjne mierzone wskaźnikiem wartości rynkowej aktywów do ich wartości księgowej oraz stopą wzrostu aktywów, a także wielkość przedsiębiorstwa mierzona udziałem w kapitalizacji rynku. Otrzymane przez nich wyniki dla giełd nowojorskich w latach 1963–1998, mówiące o tym, że większe i bardziej rentowne firmy chętniej wypłacają dywidendy, natomiast prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy przez spółki o dużych możliwościach inwestycyjnych jest mniejsze, zostały wielokrotnie potwierdzone w badaniach zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących rynków kapitałowych. Warto tutaj wspomnieć pracę Malcolma Bakera i Jeffreya Wurglera [Baker, Wurgler 2004], którzy potwierdzili wyniki Famy i Frencha dla giełd nowojorskich w nieco dłuższym okresie. David Denis i Igor Osobov [Denis, Osobov 2008] pokazali, że w latach 1989–2002 zmienne te determinowały decyzje dywidendowe nie tylko w Stanach Zjednoczonych, lecz także we Francji, w Japonii, Kanadzie, Niemczech oraz Wielkiej Brytanii. J.B. Chay i Jungwon Suh [Chay, Suh 2009] otrzymali podobne wyniki dla firm notowanych na giełdach Australii, Francji, Japonii, Kanady, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w latach 1994–2005. Henk von Eije oraz William Megginson [Eije, Megginson 2008] z kolei pokazali, że zmienne opisujące wielkość firmy, rentowność oraz możliwości inwestycyjne spółek z 15 krajów „starej Unii” notowanych w latach 1989–2005 są istotne statystycznie i zgodne z tymi oszacowanymi dla giełd nowojorskich. Przykładem podobnych relacji na rynkach wschodzących może być praca [Al-Malkawi 2008] opisująca decyzje dywidendowe spółek jordańskich notowanych na giełdzie w Ammanie w latach 1989–2003.

Oczywiście nie oznacza to, że tylko zmienne zaproponowane przez Famę i Frencha mają istotny wpływ na decyzje dywidendowe. Istnieje liczna grupa innych zmiennych. Jednakże to wyspecyfikowane przez Famę i Frencha zmienne uznaje się za zmienne kontrolne i wprowadza (z ewentualnymi niewielkimi zmianami) do modeli mających na celu zweryfikowanie oddziaływania innych czynników.

H. DeAngelo, L. DeAngelo oraz R. Stulz [2006, s. 238–239] wykorzystując powyższe zmienne kontrolne, zweryfikowali hipotezę o dodatnim wpływie dojrzałości firmy na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Dojrzałość spółki mierzona była wskaźnikami zysków zatrzymanych odpowiednio do kapitałów własnych i aktywów ogółem<sup>2</sup>. Dodatkowo autorzy ci potwierdzili odkryte przez Johna Lintnera [1956] zjawisko niechęci spółek do podejmowania decyzji o rozpoczęciu płacenia dywidend, ale również niechęci do zaprzestawania ich płacenia. Do pomiaru tego zjawiska stosuje się zmienną zero-jedynkową, przyjmującą wartość 1,

---

<sup>2</sup> Autorzy stoją na stanowisku, że wraz z rozwojem (dojrzwaniem) firm zwiększa się udział zysków zatrzymanych, a więc i kapitałów własnych, które zaczynają przeważać nad kapitałami obcymi.

gdy spółka rok wcześniej wypłaciła dywidendę, i wartość 0 – gdy tego nie zrobiła. Przy czym występuje dodatnia zależność pomiędzy decyzjami dywidendowymi w roku bieżącym i w roku poprzednim.

Jak pokazują badania, w Stanach Zjednoczonych od lat 70., a w Europie od końca lat 80. następuje spadek udziałów płacących dywidendy w ogólnej liczbie spółek notowanych na giełdach. Okazuje się, że wpływ na to ma zarówno pogorszenie charakterystyk spółek (spadek udziału spółek o charakterystykach sprzyjających płaceniu), jak i spadek skłonności do płacenia dywidend. Z badań Famy i Frencha wynika, że na giełdach amerykańskich za ten spadek w latach 1978–1998 w równym stopniu „odpowiedzialne są” oba czynniki [Fama, French 2001]. Z kolei stosując nieco inne podejście, Jesus M. Salas i Candra S. Chahyadi pokazali, że w tym czasie nieco większy wpływ na spadek udziału płacących dywidendy miały niekorzystne zmiany charakterystyk spółek, wyjaśniające 66% spadku udziału, podczas gdy skłonność wyjaśniała pozostałe 34% [Salas, Chahyadi 2006].

W prezentowanej pracy, stosując podejście J.M. Salasa i C.S. Chahyadiego, podjęto próbę określenia zmian skłonności do płacenia dywidend na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000–2007.

## 2. Dane

Do badania przyjęto spółki krajowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999–2007. Przy czym w danym roku rozpatrywano tylko te spółki, które były notowane na giełdzie cały poprzedni rok oraz posiadały niezerowe przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (prowadziły działalność operacyjną) i dodatnie kapitały własne. Nie wzięto pod uwagę także kilku spółek, które spełniły poprzednio wymienione warunki, ale zostały wykluczone z giełdy na początku następnego roku i nie złożyły kompletnych sprawozdań finansowych. Ze względu na inny sposób sprawozdawczości finansowej nie brano także pod uwagę narodowych funduszy inwestycyjnych. Źródłem informacji o decyzjach dywidendowych spółek były dane zawarte w kolejnych rocznikach giełdowych, natomiast informacje o wynikach ekonomiczno-finansowych spółek pochodzą z baz Notorii. Rozpatrywano tylko dywidendy gotówkowe. W 2000 r. udział spółek płacących dywidendy w stosunku do spółek, które były notowane przez cały 1999 r. (przyjętych do badania), wyniósł 28,9%. W następnych dwóch latach udział ten zmniejszał się i w 2002 r. wyniósł 21,4%. W kolejnych latach obserwowano wzrost udziału spółek płacących dywidendy do 36,9% w 2006 r. W 2007 r. nastąpił niewielki spadek do 33,5%.

Do scharakteryzowania spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przyjęto zmienne zaproponowane przez Famę i Frencha oraz DeAngelos i Stulza.

**Tabela 1.** Spółki przyjęte do badania

Rok wypłaty dywidendy	Spółki przyjęte do badania	Spółki objęte badaniem płacące dywidendy	Udział płacących dywidendę w badaniu (%)
2000	173	50	28,9
2001	187	46	24,6
2002	182	39	21,4
2003	173	46	26,6
2004	164	49	29,9
2005	159	56	35,2
2006	187	69	36,9
2007	218	73	33,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych roczników giełdowych.

Pomiaru dojrzałości dokonano nie za pomocą wskaźników zysków zatrzymanych<sup>3</sup>, ale udziałów kapitałów zakładowych odpowiednio w kapitale własnym i aktywach ogółem. Młode, niedojrzałe spółki finansują się przede wszystkim kapitałami obcymi – stąd też kapitały własne są relatywnie małe, a więc wskaźnik kapitału zakładowego do kapitału własnego jest duży. W miarę dojrzewania kapitały obce są „przetwarzane” w kapitały własne, które rosną, i tym samym wartość wskaźnika maleje. Stąd wynika przewidywana ujemna zależność pomiędzy decyzją o wypłacie dywidendy a wskaźnikiem kapitału zakładowego w kapitale własnym. Podobna powinna być zależność z drugim z zaproponowanych wskaźników dojrzałości firmy.

### 3. Metodologia

W prezentowanym badaniu podjęto się próby określenia zmian skłonności do płacenia dywidend w latach 2001–2007 w stosunku do roku 2000. Rok 2000, jako punkt odniesienia, wybrano arbitralnie, chociaż należy zauważyć, że był to pierwszy rok znaczącego wzrostu liczby potencjalnych płatników dywidend<sup>4</sup>. Obliczenia rozpoczęto od oszacowania modelu logitowego<sup>5</sup>, w którym zmienną objaśnianą była zmienna zero-jedynkowa przyjmująca wartość 1, jeżeli spółka wypłaciła dywidendę w 2000 r. i wartość 0 w przeciwnym wypadku, natomiast zmiennymi objaśniającymi charakterystyki spółek zaobserwowane w 1999 r.

<sup>3</sup> Próby zastosowania wskaźników niepodzielonych zysków (niepokrytych strat) z lat ubiegłych zakończyły się niepowodzeniem ze względu na bardzo słabe zależności pomiędzy tymi wskaźnikami a decyzjami o wypłatach dywidend.

<sup>4</sup> W 1999 r. potencjalnych płatników (spółek, które były notowane cały 1998 r.) było 124.

<sup>5</sup> J.M. Salasa i C.S. Chahyadi w swojej pracy zastosowali model probitowy. Jednak niemal funkcyjna zależność pomiędzy parametrami modelu logitowego i probitowego [Maddala 2006, s. 373] sprawia, że wybór funkcji nie powinien wpłynąć na otrzymane wyniki i płynące stąd wnioski.

Model logitowy o oszacowanych parametrach  $\hat{\beta}_t$  pozwala obliczyć prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy dla  $i$ -tej spółki w roku  $t$ :

$$P(X_{it}, \hat{\beta}_t) = \frac{\exp(\log it(X_{it}, \hat{\beta}_t))}{1 + \exp(\log it(X_{it}, \hat{\beta}_t))}. \quad (1)$$

Należy zauważyć, że obliczone na podstawie modeli logitowych średnie arytmetyczne teoretycznych prawdopodobieństw wypłat dywidend równe są udziałom spółek płacących dywidendy we wszystkich badanych spółkach:

$$\hat{U}_1 = \frac{1}{n_1} \sum_{i=1}^{n_1} P(X_{i1}, \hat{\beta}_1), \quad (2)$$

$$\hat{U}_2 = \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_2).$$

Stąd też zmianę udziałów spółek płacących dywidendy w drugim okresie w porównaniu z pierwszym okresem możemy policzyć jako:

$$\hat{U}_2 - \hat{U}_1 = \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_2) - \frac{1}{n_1} \sum_{i=1}^{n_1} P(X_{i1}, \hat{\beta}_1). \quad (3)$$

Jeżeli teraz do powyższego równania dodamy i odejmiemy wyrażenie:

$$\frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_1), \quad (4)$$

to otrzymamy:

$$\begin{aligned} \hat{U}_1 - \hat{U}_2 &= \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_2) - \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_1) + \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_1) - \\ &\quad - \frac{1}{n_1} \sum_{i=1}^{n_1} P(X_{i1}, \hat{\beta}_1), \end{aligned} \quad (5)$$

przy czym:

$$CH = \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_1) - \frac{1}{n_1} \sum_{i=1}^{n_1} P(X_{i1}, \hat{\beta}_1) \quad (6)$$

jest różnicą prawdopodobieństw wypłat dywidend przy założeniu parametrów z pierwszego okresu i charakterystyk z obu okresów. Mierzy ona wpływ zmian charakterystyk firm na zmianę prawdopodobieństw wypłat dywidend. Jeżeli zmiany

charakterystyk będą korzystne dla decyzji o wypłatach dywidend, to wartość  $CH$  będzie dodatnia, w przeciwnym wypadku ujemna.

Natomiast:

$$SK = \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_2) - \frac{1}{n_2} \sum_{i=1}^{n_2} P(X_{i2}, \hat{\beta}_1), \quad (7)$$

to różnica prawdopodobieństw wypłat dywidend przy założeniu charakterystyk dywidend z drugiego okresu oraz zmian parametrów. Mierzy ona więc wpływ zmian parametrów, a więc skłonności do zmiany prawdopodobieństw wypłat dywidend.

A zatem różnica udziałów wypłat dywidend podlega dekompozycji na dwa składniki:

$$\hat{U}_2 - \hat{U}_1 = CH + SK \quad (8)$$

Zmianę udziałów wypłat z tytułu zmian charakterystyk firm możemy poddać dalszej dekompozycji tak, aby określić udział poszczególnych zmiennych objaśniających za pomocą, których estymowano model:

$$CH_j = CH \left[ (\bar{X}_{j2} - X_{j1}) \hat{\beta}_{j1} \right] \left[ (\bar{X}_2 - \bar{X}_j) \hat{\beta}_1 \right], \quad (9)$$

gdzie:  $CH_j$  – udział  $j$ -tej zmiennej objaśniającej w zmianie udziałów wypłat z tytułu zmian charakterystyk firm,

$\bar{X}_{j1}$  oraz  $\bar{X}_{j2}$  o – średnie arytmetyczne zmiennej  $X_j$  w okresach pierwszym oraz drugim,

$\hat{\beta}_{j1}$  – oszacowana wartość parametru przy zmiennej  $X_j$  w okresie pierwszym,

$\bar{X}_1$  oraz  $\bar{X}_2$  – wektory średnich arytmetycznych wszystkich zmiennych objaśniających modelu w okresach pierwszym oraz drugim,

$\hat{\beta}_1$  – wektor oszacowanych parametrów przy wszystkich zmiennych objaśniających modelu w okresie pierwszym.

#### 4. Wyniki

Ze względu na istotność wszystkich parametrów ostatecznie do dalszych obliczeń przyjęto model z pięcioma zmiennymi objaśniającymi, opisującymi fakt wypłacenia lub niewypłacenia dywidendy w poprzednim roku, mierzony zmienną zero-jedynkową przyjmującą wartość 1, jeżeli spółka w poprzednim roku wypłaciła dywidendę, i wartość 0 w przeciwnym wypadku, wielkość firmy mierzona loga-

rytmem naturalnym udziału danej spółki w kapitalizacji rynku<sup>6</sup>, dojrzałość mierzona udziałem kapitału zakładowego w aktywach ogółem, rentowność mierzona stopą zwrotu netto aktywów oraz możliwości inwestycyjne mierzone wskaźnikiem wartości rynkowej do kapitałów własnych. Znaki wszystkich oszacowanych parametrów są zgodne z oczekiwaniami. A zatem chętniej decyzje o wypłacie dywidendy podejmowały w 2000 r. spółki większe, bardziej dojrzałe, bardziej rentowne, które wypłaciły dywidendę również rok wcześniej, ale które miały mniejsze możliwości inwestycyjne.

**Tabela 2.** Wyniki estymacji wybranych logitowych modeli częstości (prawdopodobieństw) wypłat dywidend

Wyszczególnienie		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Stała	wartość	-0,10	0,97	0,17	-0,32
	poziom p	0,9005	0,5144	0,8955	0,6992
Decyzja o wypłacie dywidendy w poprzednim roku	wartość	2,53	2,47	2,36	2,40
	poziom p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Wielkość firmy (logarytm naturalny udziału w kapitalizacji rynku)	wartość	0,42	0,43	0,46	0,45
	poziom p	0,0218	0,0230	0,0100	0,0102
Dojrzałość (kapitał zakładowy do kapitału własnego)	wartość			-2,32	-2,32
	poziom p			0,1996	0,2018
Dojrzałość (kapitał zakładowy do aktywów ogółem)	wartość	-7,75	-8,34		
	poziom p	0,0288	0,0220		
Rentowność aktywów netto	wartość	0,19	0,20	0,17	0,17
	poziom p	0,0003	0,0002	0,0008	0,0008
Możliwości inwestycyjne (aktywa ogółem w roku poprzedzającym wypłatę do roku poprzedniego. Ceny stałe)	wartość		-0,91	-0,43	
	poziom p		0,3892	0,6280	
Możliwości inwestycyjne (wartość rynkowa do kapitałów własnych)	wartość	-0,83	-0,79	-0,67	-0,69
	poziom p	0,0328	0,0474	0,0782	0,0642
$\chi^2(k)$	wartość	86,9	87,8	83,0	82,8
	poziom p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pseudo R <sup>2</sup>		0,418	0,422	0,399	0,398
Iloraz szans		29,0	24,1	29,0	29,0
Średnia trafność (%)		86,1	85,0	86,1	86,1

Źródło: obliczenia własne.

Warto również zwrócić uwagę, że znaki oszacowanych parametrów przy drugiej zmiennej opisującej dojrzałość oraz możliwości inwestycyjne były ujemne, a więc zgodne z oczekiwaniami, ale parametry te w poszczególnych modelach okazały się nieistotne statystycznie, a więc modele z tymi zmiennymi uznano za mniej odpowiednie do dalszych analiz.

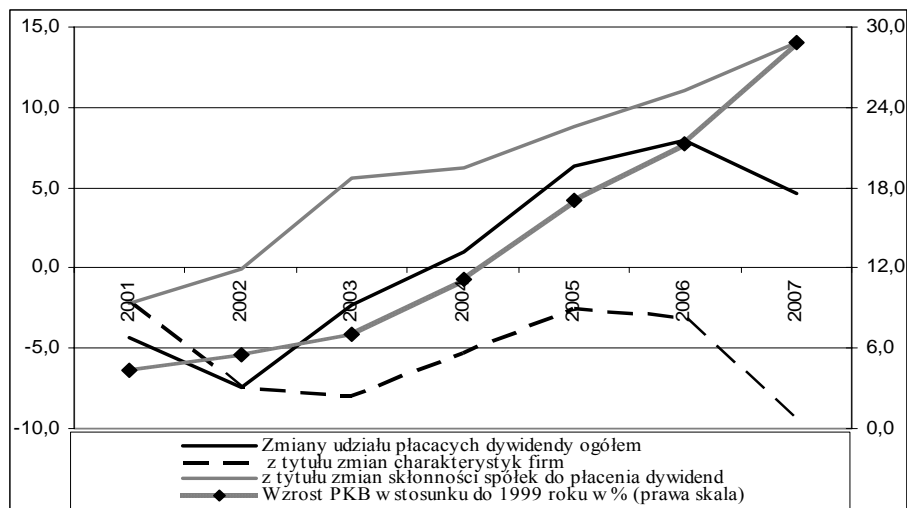
<sup>6</sup> W innych, nieprezentowanych tutaj, modelach wielkość firmy mierzono logarytmem naturalnym wartości aktywów ogółem w cenach stałych z 2007 r., ale wyniki i wnioski nie odbiegały od przedstawianych tutaj.

**Tabela 3.** Zmiany udziałów spółek płacących dywidendy z tytułu zmian charakterystyk spółek oraz skłonności do płacenia dywidend w latach 2001–2007 w stosunku do 2000 r. w punktach procentowych

Rok	Zmiany udziału w punktach procentowych. Rok 2000 = 100		
	ogółem	z tytułu zmian charakterystyk firm	z tytułu zmian skłonności spółek do płacenia dywidend
2001	-4,3	-2,1	-2,2
2002	-7,5	-7,4	-0,1
2003	-2,3	-7,9	5,6
2004	1,0	-5,3	6,3
2005	6,3	-2,5	8,8
2006	8,0	-3,1	11,1
2007	4,6	-9,4	14,0

Źródło: obliczenia własne.

Od roku 2000 następował systematyczny wzrost skłonności spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do płacenia dywidend, natomiast zmiany charakterystyk spółek nie sprzyjały decyzjom o płaceniu dywidend. W 2007 r. skłonność do płacenia dywidend przez spółki notowane na warszawskiej giełdzie była o 14 punktów procentowych wyższa niż w 2000 r. Wzrost skłonności do płacenia dywidend wynika zapewne ze zmiany polityk spółek notowanych na giełdzie w Warszawie. Jest to o tyle ważne, że giełda warszawska należy do rynków o bardzo niskim udziale spółek wypłacających dywidendy [Kowerski 2008, s. 656–657].



**Rys. 1.** Zmiany udziałów spółek płacących dywidendy z tytułu zmian charakterystyk spółek oraz skłonności do płacenia dywidend w latach 2001–2007 w stosunku do 2000 r. w punktach procentowych oraz zmiany PKB w stosunku do 1999 r. w procentach

Źródło: opracowanie własne.



**Tabela 4.** Udział poszczególnych zmiennych w zmianach udziałów wypłat z tytułu zmian charakterystyk spółek

Rok	Zmiana ogółem z tytułu zmian charakterystyk spółek w porównaniu z 2000 r. (punkty procentowe)	Udział w zmianach charakterystyk firm w porównaniu z 2000 r. (punkty procentowe)				
		decyzji o wypłatach dywidend w poprzednim roku	wielkości firmy	dojrzałości	rentowności aktywów netto	możliwości inwestycyjnych
2001	-2,07	-2,16	-0,37	1,39	0,22	-1,15
2002	-7,41	-5,18	-0,88	0,62	-7,34	5,37
2003	-7,92	-2,33	-1,34	-1,00	-5,06	1,81
2004	-5,30	-1,21	-0,01	-1,90	1,32	-3,50
2005	-2,49	-0,45	0,05	-1,33	2,77	-3,53
2006	-3,07	0,06	-0,06	-0,71	0,96	-3,32
2007	-9,44	-0,12	0,33	-3,69	4,57	-10,52

Źródło: obliczenia własne.

**Tabela 5.** Średnie wartości zmiennych objaśniających w roku poprzedzającym rok wypłaty dywidendy

Rok	Udział firm płacących dywidendy w poprzednim roku	Wielkość firmy		Dojrzałość	Rentowność aktywów netto	Możliwości inwestycyjne	
		logarytm naturalny udziału w kapitalizacji rynku	logarytm naturalny wartości aktywów ogółem w cenach 2007 r.	relacja kapitału zakładowego do aktywów ogółem	średnia stopa zwrotu z aktywów w roku poprzedzającym wypłatę (%)	aktywa ogółem w roku poprzedzającym wypłatę do roku poprzedniego (ceny state)	wartość rynkowa do kapitałów własnych
2000	0,36	-2,71	-1,57	0,12	-0,12	1,12	1,39
2001	0,31	-2,75	-1,51	0,11	-0,05	1,07	1,47
2002	0,26	-2,81	-1,56	0,12	-1,99	1,00	1,07
2003	0,23	-3,14	-1,64	0,14	-3,75	0,95	1,09
2004	0,28	-2,71	-1,63	0,16	1,00	1,06	2,08
2005	0,31	-2,67	-1,55	0,17	3,98	1,17	2,61
2006	0,37	-2,80	-1,53	0,19	3,47	1,16	4,28
2007	0,35	-2,55	-1,43	0,22	4,84	3,27	4,05

Źródło: obliczenia własne.

Warto również zwrócić uwagę na silną korelację pomiędzy zmianami skłonności do płacenia dywidend a dynamiką produktu krajowego brutto ( $r = 0,93$ ). Takiej zależności nie ma pomiędzy zmianami udziałów z tytułu zmian charakterystyk firm a dynamiką PKB.

Oznacza to, że obserwowane we wcześniejszych badaniach dodatnie relacje pomiędzy zmianami udziałów spółek płacących dywidendy a rozwojem gospodarczym były wynikiem wzrostu skłonności tych spółek do płacenia dywidend, a nie takiej poprawy charakterystyk firm (wskaźników ekonomiczno-finansowych), które sprzyjają podejmowaniu decyzji o wypłatach dywidend [Kowerski 2009]. W okresach dobrej koniunktury gospodarczej chętniej podejmują decyzje o rozpoczęciu wypłat spółki, które dotychczas nie płaciły dywidend [Kowerski 2007].

## 5. Podsumowanie

O niekorzystnym wpływie zmian charakterystyk firm na udział spółek płacących dywidendy zdecydowały przede wszystkim zmiany możliwości inwestycyjnych firm i zmiany dojrzałości. W latach 2004–2007 znacznie wzrosły możliwości inwestycyjne spółek notowanych na giełdzie warszawskiej, mierzone relacją kapitalizacji do wartości kapitałów własnych, stąd też spółki mniej chętnie decydowały się na wypłatę dywidendy. Od 2003 r. zmniejszała się też dojrzałość notowanych spółek mierzona relacją kapitałów zakładowych do wartości aktywów ogółem<sup>7</sup>. Poprawa rentowności w latach 2004–2007 sprzyjała wzrostowi udziału spółek płacących dywidendy.

Nie miała natomiast wpływu na zmiany udziału płacących dywidendy wielkość firmy, jako że w analizowanym okresie średnia wielkość firm, mierzona zarówno udziałami w kapitalizacji, jak i wartością aktywów ogółem w cenach stałych, niemal nie uległa zmianie.

## Literatura

- Al-Malkawi H.A.N., *Factors influencing corporate dividend decision: Evidence from Jordanian panel data*, „International Journal of Business” 2008, Spring, vol. 13, no. 2, s. 177–195.
- Baker M., Wugler J., *A catering theory of dividends*, „The Journal of Finance” 2004, June, vol. 59, issue 3, s. 1125–1165.
- Chay J.B., Suh J., *Payout policy and cash – flow uncertainty*, „Journal of Financial Economics” 2009, July, vol. 93, issue 1, s. 88–107.
- 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, issue 2, s. 227–254.
- Denis D.J., Osobov I., *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics” 2008, July, vol. 89, issue 1, s. 62–82.

---

<sup>7</sup> Jest to zapewne efekt wchodzenia, zwłaszcza w latach 2006–2007, nowych „młodych” spółek na giełdę.

- Eije H. von, Megginson W.L., *Dividends and share repurchases in the European Union*, „Journal of Financial Economics” 2008, August, vol. 89, issue 2, s. 347–374.
- Fama E.F., French K.F., *Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60, s. 3–43.
- Hozer J., Doszyń M., *Ekonometria skłonności*, PWE, Warszawa 2004.
- Kowerski M., *Wpływ dotychczasowych strategii dywidendowych na bieżące decyzje o wypłatach dywidend przez spółki giełdowe*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1175, Wrocław 2007, s. 156–164.
- Kowerski M., *Strategie dywidendowe spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1992–2007*, „Ekonomista” 2008, nr 5, s. 655–677.
- Kowerski M., *Wpływ czynników makroekonomicznych na decyzje dywidendowe spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 56, Wrocław, s. 254–267.
- Lintner J., *Distribution of incomes of corporation among dividends, retained earnings and taxes*, „American Economic Review” 1956, May, vol. 46, issue 2, s. 97–113.
- Maddala G.S., *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Salas J.M., Chahyadi C.S., *Is there a lower propensity to pay dividends? A decomposition of dividend payers*, Division of Finance, Michael F. Price College of Business, University of Oklahoma, February 2006.

## **CHANGES OF PROPENSITY TO PAY DIVIDENDS BY FIRMS QUOTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Summary:** The paper, using the decomposition method of proportion of dividend payers, shows that the increase of proportion of dividend payers observed on Warsaw Stock Exchange from the beginning of the 21st century was caused by the increase of propensity to pay dividends, because the characteristics of quoted firms were not in favor of dividend payers. It was also shown that the changes of propensity to pay dividends are strongly correlated with the economic development measured by the GDP rate of growth.