

Anna Dada

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

e-mail: anna.dada@ue.wroc.pl

WPLYW WYPŁAT DYWIDEND NA STRUKTURĘ KAPITAŁU WYBRANYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH W LATACH 2005-2017

THE INFLUENCE OF DIVIDEND PAYMENT ON THE CAPITAL STRUCTURE OF SELECTED LISTED COMPANIES OVER THE PERIOD 2005-2017

DOI: 10.15611/pn.2018.531.06

JEL Classification: G35, G32

Streszczenie: Przedmiotem opracowania było wskazanie, że regularnie wypłacane dywidendy w długim okresie nie skutkują istotnym zmniejszeniem zasobów kapitałowych. Podstawę analizy stanowiły dwie próby badawcze. Pierwsza obejmowała spółki dokonujące nieprzerwanym wypłat dywidend z zysków wygenerowanych w latach 2005-2017. Druga próba badawcza zawierała natomiast spółki, które nie wypłacały dywidend więcej niż czterokrotnie w analizowanym okresie. Zaobserwowano, że spółki dywidendowe wykazują mniejszą zmienność struktury kapitału aniżeli niedywidendowe. Wartość wypłat nie stanowiła natomiast głównej determinanty zmian struktury kapitału. Wysokość zarówno zasobów kapitału, jak i wypłat dywidend stanowi jedynie komponent strategii finansowej przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: dywidenda, struktura kapitału, spółki giełdowe.

Summary: The subject of this paper was to point out that regularly paid dividends on a long-term basis do not result in a significant reduction of the capital. Two research samples were the basis for this analysis. The first included companies that were making uninterrupted payments of dividends from the profits they generated between 2005 and 2017. The second research sample included companies that did not pay dividends more than four times during the examined period. It has been stated that dividend companies show less variation of the capital structure in comparison to non-dividend companies. The value of payments was not the major determinant of capital structure changes. Both capital stock and dividends are only components of the company's financial strategy.

Keywords: dividend, capital structure, listed companies.

1. Wstęp

Wyплаты dywidend i struktura kapitału stanowią przedmiot licznych badań prezentowanych w literaturze. Rozważania dotyczące jednoczesnej analizy obu zagadnień przeprowadzane są przede wszystkim na rozwiniętych rynkach kapitałowych. W Polsce realizowanych jest mniej badań w tym obszarze, a obie kwestie są zazwyczaj rozpatrywane oddzielnie.

Dywidenda jest częścią zysku netto spółki akcyjnej rozdysponowaną pomiędzy właścicielami. Wysokość wypłaty odzwierciedla cenę płaconą inwestorowi za zakup wyemitowanych przez nią akcji [Sierpińska 1999]. Wypłata stanowi w tym ujęciu transfer wygoszodarowanego zysku spółki, oznaczający zmniejszenie wartości kapitału. Zmianie ulega wówczas struktura kapitału określająca proporcję pomiędzy poszczególnymi źródłami kapitału. W literaturze występują dwa podejścia do sposobu pomiaru tej proporcji. Część badaczy bierze pod uwagę wszystkie źródła finansowania, definiując strukturę kapitału jako relację pomiędzy kapitałem własnym a zobowiązaniami. Inni analizują strukturę kapitału w węższym ujęciu, jako relację pomiędzy kapitałem własnym a zobowiązaniami oprocentowanymi¹.

Celem artykułu będzie zbadanie, czy regularnie wypłacane dywidendy skutkują istotnym zmniejszeniem zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa. Zweryfikowane zostaną dwie hipotezy badawcze. Hipoteza 1: spółki wypłacające regularnie dywidendy wykazują większą zmienność struktury kapitału aniżeli spółki niedokonujące regularnych wypłat. Można bowiem oczekiwać, że wypłata dywidendy będzie skutkować nie tylko zmniejszeniem poziomu kapitału własnego, lecz także wzrostem zaangażowania kapitału obcego (wzrost zadłużenia w wyniku uzupełnienia przez spółkę środków finansowych po dokonaniu wypłaty). Hipoteza 2: wysokość wypłat dywidend ma marginalny wpływ na poziom uszczuplenia zasobów kapitału własnego spółek dokonujących regularnych wypłat. Badanie zostanie przeprowadzone dla lat 2005-2017 i obejmie 24 spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

2. Relacje pomiędzy polityką wypłat dywidend a strukturą kapitału na rozwiniętych rynkach kapitałowych

Zarówno wypłaty dywidend, jak i struktura kapitału pełnią w spółce wiele funkcji. Zasoby kapitału umożliwiają funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Z tego względu ważnym zagadnieniem są strategie firm w zakresie kształtowania struktury kapitału. Wypłaty dywidend oznaczają konsumpcję określonej części kapitału przez akcjonariuszy. Jednakże firmy funkcjonujące na rozwiniętych rynkach często realizują systematyczne wypłaty, by motywować inwestorów do zakupu i posiadania akcji. Stanowisko to uzasadnia teoria cateringowa, według której menedżerowie dokonują zmian wysokości wypłacanych dywidend, aby zaspokoić zmieniający się czasowo

¹ W pracy przyjęto szersze ujęcie, gdyż wynika to ze specyfiki badania – analiza bilansowa.

popyt inwestorów [Baker, Wurgler 2004]. Istotne znaczenie ma więc wysokość wypłat, gdyż w praktyce postrzegana jest jako informacja o sytuacji finansowej firmy. Określenie „polityka” zakłada prowadzenie działalności celowej według ściśle określonych reguł, co najmniej kilkuletnich [Uchman 2002]. Wybór polityki dywidend stanowi ważny aspekt decyzji finansowych podejmowanych przez firmę, gdyż oznacza przyjęcie określonego poziomu kosztu kapitału własnego. Kształtowanie polityki wypłat powinno więc być skoordynowane z decyzjami w zakresie optymalizacji struktury kapitału. W literaturze kwestie te rozważane są najczęściej w kontekście wartości przedsiębiorstwa. Właściciele dobrowolnie powierzają menedżerom kontrolę nad spółką, aby wypracowali wynik w postaci wzrostu wartości spółki [Jensen, Meckling 1976]. Z uwagi na możliwości nadużycia akcjonariusze mogą kontrolować osoby zarządzające poprzez wypłaty dywidend, gdyż uszczuplenie zysku pozostającego w spółce powinno motywować menedżerów do zwiększenia efektywności realizowanej strategii. Inni badacze twierdzą, że akcjonariusze osiągną korzyści z obniżenia dotychczasowego poziomu stopy wypłat, gdy zatrzymany zysk regularnie przeznaczany będzie na finansowanie inwestycji [Guserl, Pernsteiner 2015]. Litzenberger i Ramaswamy uważają natomiast, że wypłaty mają niekorzystny wpływ na ceny akcji [Litzenberger, Ramaswamy 1982].

Niektórzy badacze wskazują nadrzędne znaczenie dywidend w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa. Zakładają, że inwestorzy przedkładają osiągnięcie dochodów poprzez wypłaty dywidend nad dochody osiągnięte wskutek zrealizowania zysków kapitałowych. Gordon podkreśla, że inwestor, kupując akcje, nabywa również prawo do dywidendy [Gordon 1959]. Systematyczne wypłaty powinny zapewniać spółce oczekiwany popyt na akcje emitowane w celu pozyskania kapitału własnego zewnętrznego. Według tej koncepcji wysokość wypłat stanowi źródło pozytywnej wyceny rynkowej, motywujące inwestorów do zakupu i posiadania akcji. Jednakże Gordon marginalizuje możliwości inwestycyjne spółek oraz skutki wypłat w zakresie kosztu pozyskanego kapitału.

Część badaczy przyjmuje bardziej neutralne stanowisko. Zasadność kształtowania polityki dywidend i struktury kapitału podważyli Modigliani i Miller. Stwierdzili, że wartość przedsiębiorstwa zadłużonego i niezadłużonego jest taka sama, gdyż kapitał obcy i własny stanowią substytucyjne źródła finansowania. Badacze uznali, iż przedsiębiorstwa finansowane częściowo kapitałem własnym obciążone są kosztem kapitału wynikającym z ponoszonego ryzyka finansowego. Koszt ten stanowi wymaganą przez akcjonariuszy premię. Może ona zostać uzyskana zarówno poprzez wypłaty dywidend, jak i zrealizowanie zysków kapitałowych. W pierwotnej wersji modelu wskazali, że akcjonariusze wykazują indyferentny stosunek do rodzaju strumienia osiągniętych profitów [Modigliani, Miller 1958]. Wówczas wypłata dywidend nie ma zasadniczego znaczenia dla akcjonariuszy, gdyż mogą oni osiągnąć w przyszłości satysfakcjonujące zyski kapitałowe na poziomie równorzędnym z wypłacanymi dywidendami (*homemade dividend*). W dalszych badaniach nobliści stworzyli model uwzględniający opodatkowanie. Uznali, że finansowanie

obce może przynieść korzyści w związku z odliczeniem kosztów długu od podstawy opodatkowania [Modigliani, Miller 1963]. Korzyści te są uzyskiwane poprzez efekt tarczy podatkowej, rekompensujący akcjonariuszom brak lub nieznaczne wartości wypłat. Niektórzy badacze kwestionują zasadność tej koncepcji ze względu na założenie doskonałego rynku kapitałowego. Niewątpliwie nobliści w przełomowy sposób zainicjowali przeprowadzanie dalszych badań w literaturze.

Uwarunkowania te spowodowały, że niektóre koncepcje postrzegają wypłaty dywidend i strukturę kapitału jako współzależne elementy. Teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*) zakłada, iż kapitał własny wewnętrzny stanowi podstawowe źródło finansowania przedsiębiorstwa. Wysokie wypłaty nie powinny więc być realizowane, gdyż transfer osiągniętego zysku skutkuje zmniejszeniem poziomu swobody finansowej (*financial slack*). Jeżeli potrzeby finansowe firmy są wyższe od obecnego poziomu kapitału, wówczas może ona pozyskać kapitał zewnętrzny. Jednakże przedsiębiorstwa preferują kapitał zewnętrzny obcy w porównaniu z kapitałem zewnętrznym własnym [Myers, Majluf 1984]. Kapitał obcy postrzegany jest jako tańsze źródło finansowania, gdyż obciążony jest niższym poziomem ryzyka i niższymi kosztami transakcyjnymi. Jeżeli kapitał obcy jest niewystarczający do sfinansowania działalności, wówczas spółka może podwyższyć kapitał własny poprzez emisję akcji.

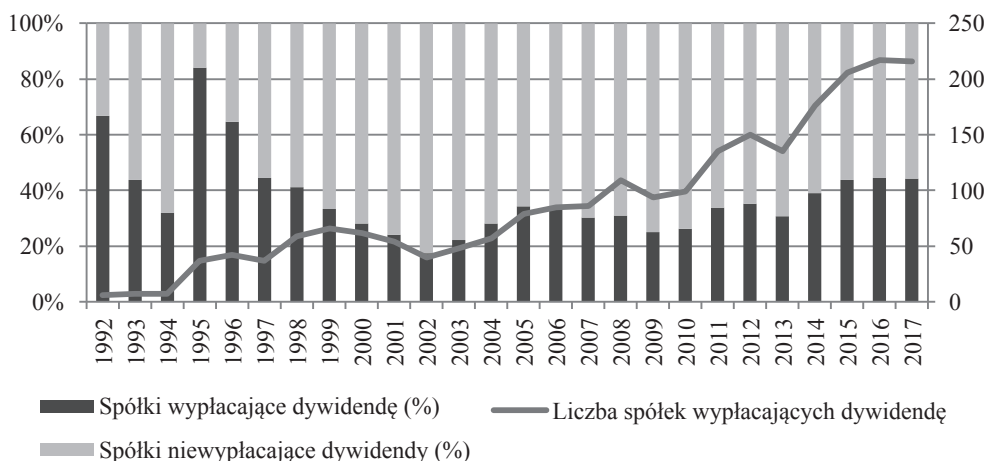
W modelu tym wypłaty dostosowywane są do potrzeb finansowania inwestycji. Z jednej strony dostrzeżono, że wysokość dywidendy postrzegana jest jako sygnał wartości aktywów firmy (*assets in place*), który pełni istotną rolę w łagodzeniu asymetrii informacji. Z drugiej uznano, że dywidendy nie powinny być wypłacane, jeżeli wydatkowane zasoby kapitału pozyskiwane są z powrotem poprzez emisję akcji. Wówczas przedsiębiorstwa decydujące o wypłacie będą dysponować ograniczonym poziomem swobody finansowej.

Kompromis pomiędzy koncepcjami przedstawianymi w literaturze nie został dotychczas osiągnięty. Ich istota polega na wskazaniu znaczenia racjonalizacji poziomu wypłat i optymalizacji struktury kapitału. Pionierskie poglądy w tym obszarze przedstawili H. DeAngelo i L. DeAngelo, według których podstawą podejmowania optymalnych decyzji jest uznanie struktury kapitału i polityki wypłat za współzależne elementy. Optymalna polityka finansowa firm osiągana jest poprzez niski udział oprocentowanego długu w strukturze kapitału oraz znaczne i stabilne wypłaty [DeAngelo, DeAngelo 2006]. Autorzy nie wyznaczają jednak konkretnych sposobów ustalenia optimum.

3. Wypłaty dywidend przez spółki notowane na GPW w Warszawie

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie 16 kwietnia 1991 roku przeprowadzona została pierwsza sesja w formie elektronicznej. W 1992 roku sześć spółek

spośród dziewięciu notowanych na giełdzie w 1991 roku dokonało wypłat dywidend. Wraz z rozwojem rynku kapitałowego wzrosła liczba firm podejmujących decyzję o wypłacie, co zaprezentowano na rys. 1.



Rys. 1. Liczba spółek wypłacających dywidendę w latach 1992-2017 (prawa oś) oraz udział spółek wypłacających dywidendy w ogólnej liczbie spółek notowanych na GPW (lewa oś)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych.

Największy udział liczby spółek realizujących wypłaty odnotowano w 1995 roku (ponad 85%). Dywidendy wypłacano pomimo bessy i złej koniunktury na rynku akcji. W latach 2001-2002 wystąpił znaczny spadek liczby spółek dokonujących wypłat (dywidendy przekazało odpowiednio 54 i 40 spółek). Wiele firm osiągnęło stosunkowo słabe wyniki, a dodatkowym czynnikiem mogła być słabnąca koniunktura na światowych rynkach. Ponowny spadek wystąpił w 2009 roku (94 spółki dokonały wypłat). Negatywne oddziaływanie kryzysu po raz kolejny wywołało niepewność wśród wielu podmiotów. Następane lata charakteryzował trend wzrostowy liczebności spółek wypłacających dywidendy. W 2011 roku decyzję o wypłacie podjęło 135 przedsiębiorstw.

Wśród wszystkich spółek notowanych na GPW zaledwie 13 wypłacało dywidendy nieprzerwanie w latach 2005-2017. Niektóre przedsiębiorstwa deklarują prowadzenie określonej polityki dywidend, np. Apator, natomiast inne nie podejmują oficjalnych deklaracji pomimo realizowania regularnych wypłat, np. Stalprofil.

Bieżące monitorowanie sytuacji finansowej takiej liczby spółek przez inwestorów zainteresowanych czerpaniem dochodów z dywidend byłoby czasochłonne, dlatego na rozwiniętych rynkach kapitałowych spółki realizujące regularne i wysokie wypłaty grupowane są poprzez indeksy (np. S&P 500 Dividend Aristocrats, Div-DAX). Indeksy giełdowe mogą być wykorzystywane jako analityczno-prognostyczne narzędzie badania rynku [Karwowski 2007, s. 72]. Od stycznia 2011 roku GPW

wprowadziła indeks WIGdiv. Powstanie indeksu wskazuje na atrakcyjność spółek wypłacających wysokie dywidendy dla inwestorów.

4. Relacje pomiędzy wypłatami dywidend a strukturą kapitału wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie

Celem artykułu jest zbadanie, czy regularnie wypłacane dywidendy skutkują istotnym zmniejszeniem zasobów kapitałowych. Analiza zostanie przeprowadzona poprzez porównanie dwóch prób badawczych: spółek nieprzerwanie wypłacających dywidendy (w latach 2005-2017 na GPW notowanych było wyłącznie 13 spółek dywidendowych – próba I²) oraz losowo wybranych 12 spółek wypłacających dywidendę nie więcej niż cztery razy – próba II. Obie próby obejmują spółki wykonujące działalność w ramach tego samego sektora.

Tabela 1. Średnia wartość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (\bar{x}) oraz zmienność wskaźnika (CV) w latach 2005-2017*

| Próba I | | | | Próba II | | | |
|---------|------------|-------------|-------------|----------|------------------|-------------|--------------|
| Lp. | Spółka | CV | \bar{x} | Lp. | Spółka | CV | \bar{x} |
| 1 | Apator | 0,28 | 0,72 | 1 | Mój | 0,62 | 0,50 |
| 2 | Asseco | 0,60 | 0,53 | 2 | Sygnity | 1,29 | 1,87 |
| 3 | ATM Grupa | 0,39 | 0,31 | 3 | Muza | 0,20 | 0,82 |
| 4 | Dębica | 0,23 | 0,60 | 4 | Groclin | 1,03 | 1,77 |
| 5 | Efekt | 0,43 | 2,78 | 5 | Dga | 0,48 | 0,59 |
| 6 | Eurocash | 0,37 | 3,87 | 6 | Alma Market | 9,72 | 0,35 |
| 7 | Hydrotor | 0,20 | 0,38 | 7 | Famur | 0,46 | 0,78 |
| 8 | Kruszwica | 0,61 | 0,92 | 8 | Gobarto | 0,31 | 1,30 |
| 9 | Neuca | 0,29 | 5,26 | 9 | Bioton | 0,28 | 0,47 |
| 10 | Stalprofil | 0,24 | 0,89 | 10 | Ferrum | 0,34 | 14,51 |
| 11 | Śnieżka | 0,21 | 0,62 | 11 | Izolacja Jarocin | 2,99 | 0,93 |
| 12 | Żywiec | 0,61 | 5,04 | 12 | Pepees | 0,22 | 0,80 |
| | Średnia | 0,37 | 1,83 | | Średnia | 1,49 | 2,06 |

$$* \bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n xi}{n}, \text{ gdzie } xi = \frac{\text{kapitał obcy w roku } i}{\text{kapitał własny w roku } i}, CV = \frac{s}{\bar{x}} \text{ gdzie } s = \sqrt{s^2} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (xi - \bar{x})^2}.$$

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EMIS.

Weryfikacja hipotezy 1 zostanie przeprowadzona poprzez analizę zróżnicowania wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (przekładni kapitałowej). Z danych przedstawionych w tabeli 1 wynika (przedsiębiorstwa uszeregowano według klasyfikacji sektorowej), że w latach 2005-2017 w obu próbach wystąpiły zmiany w zakresie kształtowanej struktury kapitału. Średnia wartość współczynnika zmienno-

² Spółki, które dokonywały nieprzerwanie wypłat dywidend w analizowanym okresie, nazwane zostały „spółkami dywidendowymi”. Ze względu na specyfikę działalności z badania wyłączono spółkę KGHM.

ści dla pierwszej próby wyniosła 0,37, natomiast dla drugiej 1,49. Spółki z próby II utrzymują większą zmienność struktury kapitału aniżeli dywidendowe. Zaobserwowana tendencja zauważalna jest również w zakresie porównań przedsiębiorstw obu prób w ramach poszczególnych sektorów (dwunastu). Osiem spółek z próby II uzyskało wyższą wartość współczynnika zmienności w porównaniu ze spółkami z próby I.

Pośród wszystkich przedsiębiorstw największe zróżnicowanie w zakresie ukształtowania struktury kapitału wykazuje spółka z drugiej próby – Alma Market, oraz kolejno spółka Izolacja Jarocin. Zaobserwowany poziom zróżnicowania wskaźników stanowi podstawę do odrzucenia hipotezy pierwszej. Przedsiębiorstwa dywidendowe uzyskują bardziej stabilny poziom struktury kapitału w porównaniu ze spółkami z drugiej próby.

W analizowanym okresie przedsiębiorstwa z obu prób utrzymują porównywalny przeciętny poziom struktury kapitału (kapitał obcy jest wyższy od kapitału własnego około dwukrotnie). Znaczne i stałe uzależnienie od kapitału obcego (wskaźnik przewyższający jedność przez przynajmniej 11 z 13 analizowanych lat) wykazują w pierwszej próbie 3 spółki, natomiast w drugiej 2.

Tabela 2. Średnia wartość i mediana rentowności kapitału własnego (ROE) oraz wskaźnika ogólnej wystarczalności pieniężnej (PŁYNNOŚĆ) w latach 2005-2017*

| | Próba I | | Próba II | |
|----------|---------|---------|----------|---------|
| | Średnia | Mediana | Średnia | Mediana |
| ROE | 0,18 | 0,13 | -0,19 | 0,03 |
| Płynność | 0,96 | 0,99 | 0,23 | 0,83 |

* Wskaźniki uzyskano z: $\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$; gdzie x_i oznacza dla ROE: $x_i = \frac{\text{zysk netto w roku } i}{\text{kapitał własny w roku } i}$, dla

PŁYNNOŚĆ: $x_i = \frac{\text{przepływy pieniężne z działalności operacyjnej roku } i}{\text{wydatki z działalności inwestycyjnej w roku } i}$.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EMIS.

Czynnikiem różnicującym obie próby jest wewnętrzna sytuacja finansowa spółek (wybrane wskaźniki przedstawiono w tabeli 2). W obu próbach średnia wartość wskaźnika ogólnej wystarczalności pieniężnej jest mniejsza od jedności. Spółki z drugiej próby okresowo ponoszą straty (z wyłączeniem Mój i Famur). Jest to główny czynnik ograniczający możliwości dokonywania wypłat. Spółki dywidendowe nie wykazują takowych ograniczeń, więc należy poszukiwać innych przyczyn zaobserwowanego poziomu zadłużenia tych przedsiębiorstw.

Celem dalszej analizy jest sprawdzenie, czy udział kapitału własnego w strukturze kapitału spółek dywidendowych byłby znacznie wyższy, gdyby zatrzymywały część zysku przeznaczaną na wypłaty. Zauważono, że badane spółki preferują zwiększanie poziomu wypłat, lecz jeżeli nie mają możliwości wzrostu dywidend,

utrzymują ją na stabilnym poziomie. Nie należy wówczas oczekiwać, że wysokość dywidendy powodować może ograniczenie swobody finansowej. Zaobserwowane zależności stanowią podstawę do **weryfikacji hipotezy 2**. Zostanie ona przeprowadzona poprzez analizę poziomu uszczuplenia kapitału własnego (tabela 3 przedstawia iloraz dywidendy i kapitału własnego). Średni poziom wskaźnika wyniósł 13% (wskaźniki wyższe od średniej zaznaczono pogrubieniem). Wartość ta uzyskana jest przez niespełna 15% poszczególnych obserwacji, znacznie większa liczebność obliczonych wskaźników nie przekroczyła nawet 5%. Wśród ogółu analizowanych spółek zauważono nieznaczny poziom uszczuplenia kapitału własnego, który wynika bezpośrednio z wypłat dywidend.

Tabela 3. Iloraz dywidendy i kapitału własnego spółek z próby I w latach 2005-2017

| Spółka | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Apator | 0,10 | 0,16 | 0,12 | 0,10 | 0,08 | 0,09 | 0,05 | 0,12 | 0,13 | 0,05 | 0,06 | 0,07 | 0,07 |
| Asseco | 0,00 | 0,05 | 0,02 | 0,03 | 0,03 | 0,02 | 0,03 | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,02 |
| Atm grupa | 0,04 | 0,11 | 0,02 | 0,05 | 0,06 | 0,03 | 0,07 | 0,05 | 0,01 | 0,06 | 0,06 | 0,08 | 0,08 |
| Dębica | 0,16 | 0,08 | 0,05 | 0,04 | 0,03 | 0,08 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 | 0,04 | 0,04 | 0,03 |
| Efekt | 0,02 | 0,02 | 0,05 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | 0,05 | 0,04 | 0,05 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 |
| Eurocash | 0,00 | 0,10 | 0,13 | 0,14 | 0,11 | 0,11 | 0,09 | 0,03 | 0,14 | 0,11 | 0,10 | 0,13 | 0,11 |
| Hydrotor | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,07 | 0,06 | 0,04 | 0,03 | 0,04 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,05 |
| Kruszwica | 0,14 | 0,12 | 0,08 | 0,03 | 0,10 | 0,11 | 0,03 | 0,04 | 0,00 | 0,07 | 0,07 | 0,36 | 0,08 |
| Neuca | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 |
| Śnieżka | 0,04 | 0,04 | 0,09 | 0,10 | 0,10 | 0,11 | 0,12 | 0,08 | 0,15 | 0,16 | 0,19 | 0,19 | 0,18 |
| Stalprofil | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,01 |
| Żywiec | 0,19 | 0,38 | 0,42 | 0,53 | 0,55 | 0,87 | 1,57 | 0,77 | 1,03 | 0,63 | 1,25 | 1,85 | 1,99 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EMIS.

Wyjątek stanowi spółka Żywiec. Analiza korelacji liniowej Pearsona wyklucza jednakże występowanie związku pomiędzy strukturą kapitału a wypłatami dywidend ($-0,15$). Nie można na tej podstawie stwierdzić, iż wypłaty dywidend powodują uszczuplenie zasobów kapitału tej spółki.

Pozostałe spółki nie wykazują znacznego poziomu zmniejszenia zasobów kapitału na skutek wypłat. Jednostkowo zaobserwowane wysokie poziomy wskaźnika wynikają z wewnętrznej sytuacji finansowej firm. Wypłaty nie skutkują potrzebą uzupełnienia wytransferowanego kapitału ze względu na osiągnięty poziom rentowności spółek oraz realizowania wypłat na umiarkowanym poziomie (mediana stopy wypłat: 0,5). Na podstawie zaobserwowanych tendencji nie znaleziono podstaw do odrzucenia hipotezy 2.

5. Zakończenie

Literatura przedmiotu nie rozstrzyga relacji pomiędzy wypłatami dywidend a strukturą kapitału. W części empirycznej pracy podjęto problematykę wpływu wypłat na poziom i zmienność struktury kapitału oraz na uszczuplenie kapitału własnego. Wykazano, że regularnie wypłacane dywidendy w długookresowej perspektywie nie skutkują istotnym zmniejszeniem zasobów kapitałowych. Zauważono, że spółki dywidendowe cechuje nieznaczny poziom zmienności struktury kapitału oraz że wysokość wypłat ma marginalny wpływ na poziom uszczuplenia zasobów kapitału własnego. Liczebność próby i charakterystyczne cechy analizowanych spółek nie stanowią podstaw do formułowania jednoznacznych wniosków. Analizowane zależności warto zbadać dla spółek dokonujących okresowo wysokich (tzw. specjalnych) wypłat.

Literatura

- Baker M., Wurgler J., 2004, *A catering theory of dividends*, The Journal of Finance, vol. 59, no. 3.
Baza EMIS Intelligence REGION, <https://www.emis.com>.
- DeAngelo H., DeAngelo L., 2006, *Capital Structure, Payout Policy and Financial Flexibility*, Marshall School of Business Working Paper, no. FBE 02-06.
- Gordon M.J., 1959, *Dividends, earnings, and stock prices*, The Review of Economics and Statistics, vol. 41, no. 2.
- GPW, 1992-2018, *Roczniki Giełdowe*.
- Guserl R., Pernsteiner H., 2015, *Finanzmanagement: Grundlagen–Konzepte–Umsetzung*, Springer Gabler, Wiesbaden.
- Jensen M., Meckling W.H., 1976, *Theory of the firm: Material behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, issue 1.
- Karwowski J., 2007, *Islamskie indeksy giełdowe*, Bank i Kredyt, nr 5.
- Litzenberger R.H., Ramaswamy K., 1982, *The effects of dividends on common stock prices. Tax effects or information effects?*, The Journal of Finance, vol. 37, no. 2.
- Modigliani F., Miller M.H., 1958, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, vol. 48, no. 3.
- Modigliani F., Miller M.H., 1963, *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, American Economic Review, vol. 53, no. 3.
- Myers S.C., Majluf N.S., 1984, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, vol. 13, issue 2.
- Sierpińska M., 1999, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa.
- Uchman J., 2002, *Podatkowe uwarunkowania polityki wypłat dywidend spółek kapitałowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.