

**Justyna Franc-Dąbrowska**

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

---

**POLITYKA DYWIDENDY W OPINII MENEDŻERÓW  
– WYNIKI STUDIÓW LITERATUROWYCH**

---

**Streszczenie:** Polityka dywidend od kilku dziesiątek lat wzbudza kontrowersje. Znane są wyniki badań wskazujące na pozytywny wpływ wypłaty dywidendy na sytuację finansową przedsiębiorstw, ale również takie, z których wynika jej niekorzystne oddziaływanie. Istnieje również teoria wskazująca na neutralny charakter polityki dywidend. Niespotykane są jednak tego typu badania w przedsiębiorstwach rolniczych. W artykule podjęto próbę specyfikacji czynników determinujących politykę dywidend będących konsekwencją poglądów (opinii) kierownictwa przedsiębiorstw.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidendy, opinie menedżerów.

## 1. Wstęp

Decyzje dotyczące zagospodarowania zysku stanowią nie tylko jeden z trudniejszych obszarów decyzyjnych kierownictwa przedsiębiorstw, ale także obszar nie w pełni dotychczas zbadany. Liczne analizy z tego zakresu nie wyjaśniają zależności przyczynowo-skutkowych pomiędzy decyzjami o przeznaczeniu zysku a sytuacją finansową przedsiębiorstw, a także sytuacją finansową przedsiębiorstw a sposobem zagospodarowania zysku. W literaturze międzynarodowej (w krajowej w znacznie mniejszym stopniu) prowadzone są szerokie badania nad czynnikami warunkującymi decyzje o podziale zysku, a także skutkami tych decyzji. Złożoność problematyki ma swój wyraz w skrajnie różnych podejściach do kwestii przeznaczenia zysku, w literaturze definiowanej dotychczas jako polityka dywidend<sup>1</sup>. Mimo licznych badań nie ma jednoznacznych rozstrzygnięć w zakresie wyboru najkorzystniejszego dla przedsiębiorstwa sposobu zagospodarowania zysku, co powoduje, że sformułowanie Blacka „*dividend puzzle*” [Black 1976, s. 5-8] nadal pozostaje aktualne. Co więcej, nie ma zgody co do tego, czy te decyzje w ogóle mają wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw. Wśród argumentów za istotnością polityki dywidend zwraca się uwagę na to, że wypłata dywidendy powoduje uszczuplenie kapitału

---

<sup>1</sup> Por. [Modigliani, Miller 1961, s. 411-433; Modigliani, Miller 1958, s. 261-297; Sierpińska 1999; Duraj 2002].

własnego i zmniejszenie dostępności środków na inwestycje. To spostrzeżenie nie wzbudza wątpliwości. Jeżeli jednak proces inwestycyjny nie wymaga znaczących nakładów, a środki zgromadzone w przedsiębiorstwie są nadmierne względem inwestycji albo można pozyskać je ze źródeł obcych (jeszcze do tego wykorzystując zjawisko dźwigni finansowej i tarczy podatkowej), wypłata dywidendy nie musi z tą grupą decyzji konkurować. W opinii autorki w tej sytuacji decyzje dywidendowe (finansowe) i decyzje inwestycyjne mogą być względem siebie neutralne<sup>2</sup>, a nawet komplementarne<sup>3</sup>. Zjawisko to rzadkie jest w dotychczas znanych badaniach nad przeznaczeniem zysku, bez wątplenia jednak występuje w części przedsiębiorstw rolniczych. Argumentem za realizacją wypłat dywidend (oraz szerzej wypłat pieniężnych z zysku, także premii i nagród oraz tzw. quasi-dywidend – por. np. [Waślicki 2006, s. 7]) jest to, że udziałowcy (akcjonariusze), którzy otrzymają korzyści z tytułu posiadanych udziałów (akcji) w postaci dywidendy, mogą czuć się wynagrodzeni za zainwestowanie w działalność gospodarczą kapitału. Nie bez znaczenia pozostaje to, że wypłata dywidendy, mająca konsekwencje w przepływie środków pieniężnych, może spowodować pogorszenie płynności finansowej, a nawet jej utratę. Ten aspekt decyzji o przeznaczeniu zysku jest szczególnie ważny w Polsce, gdzie wiele przedsiębiorstw miało i ma okresowe trudności w zakresie płynności, jako skutek powszechnych w gospodarce zatorów płatniczych. Zarówno w literaturze światowej, jak i w polskiej stwierdzono, że większość spółek kapitałowych pozostawia zysk na zasilenie kapitału własnego, w tym na realizację inwestycji [Szablewski 2007, s. 59; Sierpińska 2000, s. 1-2]. Podobnie sytuacja prezentuje się w przedsiębiorstwach rolniczych, w których badania przeprowadziła autorka i z których w około 25-30% realizowało wypłaty dywidendy (por. [Franc-Dąbrowska 2010, s. 1-275]).

Przedsiębiorstwa rolnicze oceniane są zazwyczaj jako jednostki cechujące się swoistą specyfiką, gdyż wykorzystują w procesie produkcji naturalne właściwości roślin i zwierząt, a ich wyniki finansowe bezpośrednio uzależnione są od czynników biologicznych żywych organizmów. Niezależnie jednak od typu produkcyjnego w opinii autorki także przedsiębiorstwa rolnicze, jak każdy inny podmiot gospodarczy, muszą sprostać finansowym wymogom rynku (choć na uwadze zawsze należy mieć ich specyfikę – na przykład często wyższe stany zapasów – por. np. [Wasilewski 2004, s. 8-9]). O ile nie występują wątpliwości co do specyfiki w zakresie organizacji przedsiębiorstwa rolniczego, o tyle niejednoznaczne jest podejście do specyfiki jego sytuacji finansowej. Z badań autorki wynika, że w sferze niektórych decyzji finansowych przedsiębiorstwa rolnicze nie odbiegają znacząco od innych grup przedsiębiorstw<sup>4</sup>, chociaż z drugiej strony decyzje finansowe w tej grupie pod-

<sup>2</sup> Neutralność względem siebie decyzji dywidendowych i inwestycyjnych stwierdziły w badaniach: D'Souza i Saxena [1999, s. 35-43].

<sup>3</sup> Komplementarność decyzji dywidendowych względem inwestycyjnych w przedsiębiorstwach rolniczych stwierdziła autorka, por. [Franc-Dąbrowska 2009b, s. 141-162].

<sup>4</sup> Kwestie płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych w aspekcie literaturowych normatywów rozpatrzono w artykułach: [Franc-Dąbrowska 2008a; 2008b].

miotów są konsekwencją „specyficznych” dla rolnictwa decyzji o charakterze organizacyjnym. Ostatecznie wątpliwości w tym zakresie powinny (choć część) rozwiązać coraz częściej przeprowadzane badania sytuacji finansowej przedsiębiorstw rolniczych (nie stanowią przedmiotu rozważań niniejszej pracy, a zamierzeniem autorki jest zwrócenie uwagi na niejednoznaczność podejścia w tym zakresie i podkreślenie, że jednak więcej argumentów przemawia za traktowaniem przedsiębiorstwa rolniczego jako specyficznego podmiotu gospodarczego, chociaż nie we wszystkich obszarach jego działalności). Przedsiębiorstwa rolnicze stanowią bez wątpienia interesujący obiekt badań, gdyż nie są znane ani w literaturze krajowej ani światowej analizy zjawiska wypłat dywidend w tej grupie. W opinii autorki, nowe spojrzenie na problematykę polityki dywidend może dać analiza postaw i poglądów menedżerów (kierownictwa).

## 2. Cel, zakres, metodyka badań

Celem artykułu jest przedstawienie wyników analiz dotyczących zależności między opiniami (poglądami) menedżerów a realizowaną polityką dywidendy, a także zakresu realizowanych w tej dziedzinie badań. W obliczu coraz powszechniejszych analiz behawioralnych za ważne zagadnienie należy uznać uwzględnienie – w badaniach dotyczących polityki dywidend – opinii menedżerów (kierownictwa) spółek. Aby osiągnąć zamierzony cel, zastosowano metodę studiów literaturowych oraz uwzględniono syntezę wyników badań własnych.

## 3. Wypłaty dywidendy w opinii menedżerów – studia literaturowe

W licznych badaniach dotyczących polityki dywidend znane są standardowe mierniki i wskaźniki pozwalające na scharakteryzowanie decyzji o przeznaczeniu zysku i porównanie ich pomiędzy przedsiębiorstwami. Liczne są także analizy pozwalające na wpisanie zachowań przedsiębiorstw w ramach znanych teorii dywidendowych (choć zdaniem większości ekonomistów wymagają uzupełnienia o kolejne spostrzeżenia). Zdaniem autorki na podkreślenie zasługuje stwierdzenie Damodarana, dotyczące tego, że decyzje o ograniczeniu wypłaty dywidendy podejmowane są, gdy spółki dokonują trafnych wyborów inwestycyjnych i mają korzystne projekty inwestycyjne, jednak praktyka dowodzi, że spółki wypłacają dywidendę także w trakcie realizacji rentownych projektów inwestycyjnych [Szablewski 2007, s. 61]<sup>5</sup>. Spostrzeżenie to potwierdza tylko, że decyzje o wypłatach pieniężnych z zysku mogą, ale nie muszą współistnieć z procesem inwestycyjnym, a więc mogą istnieć inne przesłanki (poza potrzebami inwestycyjnymi bądź brakiem takich potrzeb) wpływające na to, że dywidendy są wypłacane.

---

<sup>5</sup> Oraz badania własne.

Bardzo rzadko spotykane w literaturze są wyniki badań, w których prezentowane byłoby podejście poddające ocenie opinii właścicieli kapitału na temat przeznaczenia zysku, a wpływające ostatecznie na decyzje dywidendowe. W zdecydowanej większości wypadków badania dotyczą analizy decyzji dywidendowych i sytuacji finansowej przedsiębiorstw, którą można ocenić na podstawie ogólnie dostępnych sprawozdań finansowych. Ten interesujący aspekt polityki dywidend, dotyczący analizy poglądów kierownictwa na temat polityki dywidend, jako pierwszy poruszył w swoich badaniach Lintner [1956, s. 97-113]. Z badań Lintnera wynika między innymi, że menedżerowie są niechętni do podejmowania decyzji o zmianie dywidendy. W opinii autorki stwierdzenie Lintnera można w przedsiębiorstwach rolniczych rozszerzyć na hipotezę o niechęci do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy w ogóle (por. [Franc-Dąbrowska 2010, s. 227-237]). To spostrzeżenie może także stanowić dodatkowy element w skomplikowanych puzzlach, pozwalający na zrozumienie decyzji dywidendowych podejmowanych przez właścicieli kapitału, w sytuacji gdy inne znane teorie nie dają oczekiwanego wyjaśnienia.

Jednymi z nielicznych, którzy przeprowadzali tego typu badania (uwzględniające wpływ poglądów kierownictwa na decyzje dywidendowe), są Baker i Powell z zespołami. Jak podkreślają Baker, Farrelly i Edelman, polityka dywidendy to łamiągłówka z ogromną ilością niepasujących do siebie części. Aby możliwe było ułożenie pełnego obrazka, konieczne jest prowadzenie szerokich badań opinii menedżerów na kwestie kształtowania polityki dywidend. Ekonomisci ci przebadali 562 przedsiębiorstwa notowane na giełdzie NYSE, z czego uzyskali 318 w pełni użytecznych ankiet. Z badań wynika, że ważne jest nastawienie menedżerów, którzy zwracają uwagę na wzrostowy kierunek zmian cen akcji i zainteresowani są stałością polityki dywidendy. Baker, Farrelly i Edelman podkreślają, że w decyzjach dywidendowych kierownictwo przedsiębiorstwa powinno być szczególnie czułe na potrzeby i oczekiwania akcjonariuszy [Baker, Farrelly, Edelman 1985, s. 78-84].

Interesujące badania kierowników przedsiębiorstw przeprowadzili także Baker i Powell, skupiając się na trzech obszarach opinii, dotyczących: związku między polityką dywidendy a wartością przedsiębiorstwa, efektu sygnalizacyjnego dywidendy oraz sposobu określania poziomu dywidend. Z badań wynika, że ponad 88% menedżerów uważa, że istnieje współzależność między inwestycjami, finansowaniem a decyzjami dywidendowymi, a dywidendy powinny być wypłacane, jeżeli zostanie „wolna gotówka” po zrealizowaniu projektów inwestycyjnych. Zdaniem badaczy menedżerowie wskazywali na związek między polityką dywidend a wartością przedsiębiorstwa. Dodatkowo Baker i Powell stwierdzili, że inwestorzy wolą obecne dywidendy od niepewnych przyszłych zysków kapitałowych. Potwierdzili także znane z literatury zależności, że inwestorzy traktują decyzję o wypłacie dywidendy jako sygnał o wzroście przyszłej wartości firmy i – uszczegóławiając – potencjalnym wzroście wartości akcji. W badaniach potwierdzili także wcześniejsze spostrzeżenia Bakera, Farrelly’ego i Edelmana, że inwestorzy powinni być czuli na oczekiwania grup interesariuszy. Przeprowadzając analizę związku między inwe-

stycjami, dywidendą a źródłami finansowania, stwierdzili, że ponad 90% badanych menedżerów uważa, że wypłaty dywidendy wymagają poszukiwania zewnętrznych źródeł finansowania. Zdaniem Bakera i Powella uzyskane wyniki badań są spójne z tymi, jakie otrzymał Lintner, czyli potwierdzają jego koncepcję polityki dywidend [Baker, Powell 1999, s. 17-35]. Baker i Powell w kolejnym etapie badań bazujących na opiniach menedżerów stwierdzili, że kierownictwo przedsiębiorstw wskazywało na istotność polityki dywidend dla wartości przedsiębiorstwa oraz istotność efektu sygnalizacji. Wyniki tych analiz zaprezentowali w artykule *Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms* [Baker, Powell 2000, s. 29-40]. Ekonomści ci potwierdzili więc wcześniej poczynione spostrzeżenia, pomimo że badania dotyczyły innej grupy przedsiębiorstw.

Z kolei badania, które przeprowadzili Baker, Saadi, Dutta i Gandhi wśród 291 przedsiębiorstw notowanych na giełdzie w Toronto i płacących dywidendy, pozwalają stwierdzić, że opinie menedżerów z Kanady odpowiadają znanym z badań poglądom menedżerów przedsiębiorstw amerykańskich, choć nie są takie same. Aspekt różnic w wynikach badań podkreśla, zdaniem ekonomistów, konieczność dalszego doskonalenia i uzupełniania powszechnie znanych modeli polityki dywidend. W badaniach przedsiębiorstw kanadyjskich wyraźnie zaznaczył się efektem sygnalizacyjnym dywidendy. Do najważniejszych czynników kształtujących politykę dywidendy przedsiębiorstw w Kanadzie, w opinii menedżerów, których badali Baker, Saadi, Dutta i Gandhi, należą: oczekiwania odnośnie poziomu przyszłych zysków, stabilizacja sytuacji finansowej w dłuższym czasie, historyczne kształtowanie się dywidend, aktualna sytuacja finansowa przedsiębiorstwa i poziom wynagrodzeń menedżerów. Ekonomści zwracają uwagę na to, że wyraźna jest zależność między decyzjami o wypłatach dywidend a wartością przedsiębiorstwa, a właściwa polityka dywidendy powinna zagwarantować systematyczny rozwój przedsiębiorstwa. Z badań wynika także zróżnicowanie poglądów na kwestie dotyczące polityki dywidend, w zależności od struktury własności i stopnia skoncentrowania własności w jednej ręce. Ostatecznie, mimo wyspecyfikowania czynników, które nie różnicują menedżerów amerykańskich i kanadyjskich w zakresie poglądów dotyczących polityki dywidend, Baker, Saadi, Dutta i Gandhi (mając na uwadze przede wszystkim pojawiające się różnice – potwierdzone metodami statystycznymi) stwierdzają, że prawdopodobnie nie istnieje jeden znany model polityki dywidend i część czynników istotnych dla jednych przedsiębiorstw będzie mniej istotna dla drugich, które będą kierowały się swoimi determinantami w podejmowaniu decyzji o wypłacie dywidendy [Baker, Saadi, Dutta, Gandhi 2007, s. 70-91]. To z kolei stanowi kolejny argument za potrzebą prowadzenia szerokich badań dotyczących decyzji dywidendowych, z uwzględnieniem zróżnicowania podmiotów gospodarczych (terytorialnego, branżowego, formy organizacyjnej, prawnej i własności oraz przyjmując inne kryteria).

Z kolei z badań Bakera, Powella i Veit, przeprowadzonych wśród menedżerów 630 przedsiębiorstw notowanych na NASDAQ, którzy realizowali wypłaty dywidendy wyłącznie w postaci gotówki, wynika że menedżerowie podkreślają wagę sta-

bilizacji – ciągłości polityki dywidendy, wskazują także na istotność efektu sygnalizacji, a mniejszą wagę przywiązują do hipotezy podatkowych preferencji i kosztów agencji. Zmieniając obszar badań<sup>6</sup>, ekonomiści poszukiwali potwierdzenia lub zaprzeczenia znanych dotychczas zależności w zakresie kształtowania polityki dywidend. Także wyniki badań Bakera, Powella i Veit są zgodne z tymi, które uzyskał Lintner. Ekonomiści podkreślają także, że w opinii menedżerów polityka dywidendy powinna zachować równowagę pomiędzy wypłatami dywidendy a wzrostem przedsiębiorstwa. Czynnikiem najsilniej podkreślanym jest jednak sygnalizacyjny aspekt polityki dywidendy [Baker, Powell, Veit 2002, s. 267-283].

Badania poglądów brytyjskich dyrektorów finansowych na politykę dywidendy przeprowadzone zostały także przez Dhanani. Z badań wynika, że zgodnie z poglądami dyrektorów finansowych, polityka dywidendy jest ważna z punktu widzenia maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy, a przedstawiciele mniejszych przedsiębiorstw poddawali w wątpliwość istnienie zjawiska optymalnej polityki dywidend. Niejednoznaczne były wyniki dotyczące relacji dywidendy i procesu inwestycyjnego, gdyż z jednej strony realizacja projektów inwestycyjnych nie wymagała wstrzymania wypłat dywidendy, z drugiej jednak wypłata dywidendy i realizacja inwestycji prowadziła w niektórych wypadkach do zasilania kapitału ze środków obcych. To z kolei nie zawsze było postrzegane jako korzystniejsze źródło finansowania. Ostatecznie Dhanani argumentuje, że relacja kwoty wypłat dywidendy do wartości nakładów inwestycyjnych jest znikoma i z punktu widzenia realizacji przyszłych projektów inwestycyjnych nie ma większego znaczenia. Spostrzeżenie to jest zdaniem autorki niezwykle interesujące i znajduje potwierdzenie w zależnościach stwierdzonych w przedsiębiorstwach rolniczych [Franc-Dąbrowska 2009b, s. 141-162]. Interesujące jest także spostrzeżenie Dhanani, która stwierdziła, że istnieje sygnalizacyjny efekt dywidendy, chociaż większe znaczenie odgrywał w spółkach cechujących się większą asymetrią informacji [Dhanani 2005, s. 1625-1672].

Badania poglądów irlandzkich dyrektorów finansowych na temat dywidendy przeprowadził McCluskey, uzyskując zbliżone wyniki badań, z których wynika, że występuje efekt klienteli, istnieją także argumenty za występowaniem efektu sygnalizacji, chociaż nie we wszystkich sytuacjach [McCluskey 2007, s. 115-132].

Interesujące badania z zakresu teorii sygnalizacji w opinii menedżerów finansowych<sup>7</sup> przeprowadziła Wrońska. Na podstawie wykonanych analiz stwierdziła, że menedżerowie finansowi są przekonani, że wypłata dywidend i ich zwiększenie pozwala kreować pozytywny wizerunek firmy w oczach inwestorów. Wrońska stwierdziła także, że menedżerowie firm za pośrednictwem dywidendy spodziewają

---

<sup>6</sup> Zakrojone na szeroką skalę badania opinii menedżerów na temat polityki dywidend prowadzili Powell i Baker w różnych zespołach badawczych, obejmujących swym zasięgiem podmioty zgrupowane w ramach: NYSE, Toronto, NASDAQ.

<sup>7</sup> Należy mieć na uwadze, że badania te były mało liczne i dotyczyły: 1 spółki z branży chemicznej, 4 spółek z branży metalowej i 2 spółek z branży budowlanej.

się jednak w większym stopniu budować relacje z inwestorami niż oddziaływać na kursy akcji [Wrońska 2010, s. 627-637].

Wielokierunkowe badania, jakie z zakresu przeznaczenia zysku w przedsiębiorstwach rolniczych przeprowadziła Franc-Dąbrowska, pozwalają na stwierdzenie, że nie można jednoznacznie uznać, aby wypłaty dywidendy różnicowały sytuację finansową przedsiębiorstw rolniczych, a sytuacja finansowa tej grupy podmiotów gospodarczych nie zawsze ma odzwierciedlenie w procesie podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy. Wobec tego, zdaniem autorki, wartym rozpatrzenia (niespotykanym w literaturze polskiej, a także bardzo rzadkim w literaturze światowej) jest podejście uwzględniające wpływ poglądów właścicieli przedsiębiorstw na decyzje w zakresie przeznaczenia zysku. Co więcej, w opinii autorki to właśnie opinie i przekonania właścicieli kapitału na temat możliwych skutków realizacji wypłat z zysku (bądź zatrzymania zysku) mogą pozwolić na wyodrębnienie kluczowej grupy czynników o charakterze decyzyjnym, które to czynniki następnie mogą stanowić uzupełnienie znanych dotychczas z literatury determinant decyzji, zwanych powszechnie polityką dywidend<sup>8</sup>. Z przeprowadzonych badań modelowych polskich spółek rolniczych w formie prawnej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością wynika, że czynnikiem wpływającym na ograniczenie decyzji o wypłacie dywidendy była niechęć właściciela do wypłaty dywidendy, a więc znaczenie miały jego preferencje. Drugim znaczącym czynnikiem było postrzeganie przez kierownictwo dywidendy, jako czynnika motywującego<sup>9</sup>, udziałowców (forma nagradzania kierownictwa i pracowników będących udziałowcami). Zgodnie więc z deklaracjami część uprawnionych do uzyskiwania dywidendy traktowała ją jako element nagrody za wykonywaną pracę, co należy uznać za zgodne z podejściem szkoły kontraktualnej (wskazuje ona, że kontrakty zawierane w przedsiębiorstwach mogą dotyczyć relacji pracodawcy z pracownikami – będącymi właścicielami czynników produkcji – i mają wyraźny związek z procesem negocjacji i sankcjami o charakterze motywacyjnym [Staniek 2008, s. 69]). Kolejnym istotnym czynnikiem było uznanie decyzji o wypłacie dywidendy za ważną, jednak o negatywnym wpływie na wypłaty, co korespondowało z wyraźną niechęcią do wypłat dywidendy. Częściowo wyjaśnieniem tego zjawiska mogą być relatywnie małe kwoty wypłacanych dywidend. Z drugiej strony, w związku z zatorami płatniczymi, nawet małe kwoty wypłat mogą powodować utrudnienia w terminowym regulowaniu zobowiązań. Na podstawie badań

---

<sup>8</sup> Autorka stoi na stanowisku, że polityka dywidend nie wyczerpuje wszystkich decyzji dotyczących przeznaczenia zysku. Stanowi więc pojęcie niepełne i wymaga uzupełnienia – ten aspekt stanowi przedmiot rozważań odrębnego opracowania (por. [Franc-Dąbrowska 2010, s. 1-275].

<sup>9</sup> Zdaniem Ehrbara: „Ze wszystkich zmiennych kontrolowanych przez kierownictwo i zarząd, największy wpływ na sukces lub niepowodzenie firmy ma system nagradzania i motywowania kształtujący zachowanie pracowników [...] Prawdziwie skuteczny system motywacyjny wiąże finansowe interesy pracowników i akcjonariuszy [...], jest to system zmuszający kierowników do tego, aby myśleli i postępowali jak właściciele części firmy, na którą mają najbardziej bezpośredni wpływ” [Ehrbar 2000, s. 77-78], podobnie np. [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 55].

stwierdzono, że większość przedsiębiorców, którzy oceniali decyzję o wypłacie dywidendy jako ważną, uznawała ją jednocześnie za decyzję negatywną<sup>10</sup>.

#### 4. Sformułowania podsumowujące i wnioski

- Zjawisko wypłat dywidend nie zostało dotychczas w pełni rozpoznane. Stanowi więc interesujący obszar badawczy, szczególnie w zakresie nierozpoznanych branż (takim obszarem jest polski sektor rolny), a także rzadko podejmowanych zakresów badawczych – np. tych dotyczących poglądów decydentów i wpływu ich opinii na podejmowane decyzje. Można więc stwierdzić, że sformułowanie Blacka „*dividend puzzle*” nadal pozostaje w mocy.
- Jednym z ważnych spostrzeżeń jest to, że przedsiębiorcy niechętnie zmieniają poziom dywidend lub są nieprzychylnie nastawieni do dywidend w ogóle. Ponieważ wypłaty dywidendy są realizowane, a wobec tego występują inne ważne czynniki, które rekompensują tę niechęć. Z tego względu istotne jest nastawienie menedżerów, którzy zwracają uwagę na wzrostowy kierunek zmian cen akcji i zainteresowani są stałością polityki dywidendy. Jednocześnie należy mieć na uwadze, że w decyzjach dywidendowych kierownictwo przedsiębiorstwa powinno być szczególnie czułe na potrzeby i oczekiwania akcjonariuszy.
- W związku z tym, że istnieje współzależność między inwestycjami, finansowaniem a decyzjami dywidendowymi, to dywidendy powinny być wypłacane w sytuacji, kiedy zostaną wolne zasoby gotówki po zrealizowaniu projektów inwestycyjnych. Ponieważ stwierdzono, że inwestorzy wolą obecne dywidendy od niepewnych przyszłych zysków kapitałowych, a wobec tego wobec niechęci, ważniejsza może być potrzeba zrealizowania oczekiwań akcjonariuszy, gdyż inwestorzy traktują decyzję o wypłacie dywidendy jako sygnał o wzroście przyszłej wartości firmy i – uszczegóławiając – potencjalnym wzroście wartości akcji
- W opinii przedsiębiorców, decyzja o wypłacie dywidendy postrzegana była jako decyzja ważna, chociaż o negatywnym nasileniu, było to czynnikiem zwiększającym skalę ograniczania wypłat dywidend, co skutkowało często pozostawieniem zysku w przedsiębiorstwach także bez przeznaczenia go na realizację potrzeb inwestycyjnych.

---

<sup>10</sup> W opinii autorki w badanych przedsiębiorstwach duże znaczenie dla realizowanej polityki dywidend, miały motyw i preferencje udziałowców spółek. Zdaniem Wędzkiego: „w ramach celów finansowych, pracownicy pragną dużych wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych oraz zagwarantowania stałego zatrudnienia [...] pracownicy oczekują udziału w sukcesie finansowym przedsiębiorstwa [Wędzki 2003, s. 18-19]. Na ten aspekt uwagę zwraca także Duliniec, stwierdzając, że decyzje finansowe podejmowane przez zarząd przedsiębiorstwa i jego właścicieli zależą też w pewnym zakresie od indywidualnych cech oraz motywów działania osób dokonujących wyboru źródeł finansowania [Duliniec 2007, s. 107].



- Podsumowując, należy stwierdzić, że przeprowadzone studia literaturowe pozwalają na taką konstatację, że podejmując decyzje dywidendowe, właściciele kapitału muszą mieć na uwadze opinie menedżerów o ich przewidywanych skutkach, a także oczekiwania różnych grup interesariuszy.

## Literatura

- Baker H.K., Farrelly G.E., Edelman R.B., *A survey of management views on dividend policy*, „Financial Management” 1985, vol. 14, no. 3.
- Baker H.K., Powell G.E., *How corporate managers view dividend policy*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1999, vol. 38, no. 3.
- Baker H.K., Powell G.E., *Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms*, „Financial Practice and Education” 2000, vol. 10, no. 1.
- Baker H.K., Powell G.E., Veit E.T., *Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy*, „Journal of Economics and Finance” 2002, vol. 26, no. 3.
- Baker H.K., Saadi S., Dutta S., Gandhi D., *The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence*, „International Journal of Managerial Finance” 2007, vol. 3, no. 1.
- Black F., *The dividend puzzle*, „Journal of Portfolio Management” 1976, no. 2.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Czakon W., *Mity o badaniach jakościowych w naukach o zarządzaniu*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 9.
- Dhanani A., *Corporate dividend policy: The views of British financial managers*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2005, no. 32 (7, 8).
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- D’Suozza J., Saxena A.K., *Agency cost, market risk, investment opportunities and dividend policy – an international perspective*, „Managerial Finance” 1999, vol. 25, no. 6.
- Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Franc J., *Struktura kapitału w procesie rozwoju przedsiębiorstw rolniczych*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003.
- Franc-Dąbrowska J., *Ocena płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych*, „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2008a, nr 1(314).
- Franc-Dąbrowska J., *Jak kształtowano płynność szybką i natychmiastową w przedsiębiorstwach rolniczych?*, Zeszyty Naukowe SGGW nr 64, Warszawa 2008b.
- Franc-Dąbrowska J., *Czynniki realizacji polityki dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych*, Zeszyty Naukowe nr 549, Ekonomiczne problemy usług nr 39, *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw*, Szczecin 2009a.
- Franc-Dąbrowska J., *Zysk zatrzymany a sytuacja finansowa przedsiębiorstw rolniczych*, [w:] P. Szczepankowski (red.), *Zarządzanie we współczesnych przedsiębiorstwach*, t. II, Vizja Press & IT, Warszawa 2009b.
- Franc-Dąbrowska J., *Teoretyczne i praktyczne aspekty gospodarowania zyskiem w przedsiębiorstwach rolniczych*, Rozprawy Naukowe i Monografie nr 365, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2010.
- Lintner J., *Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „American Economic Review” 1956, May.
- McCluskey T., *Evidence on Irish financial directors view’s about dividends*, „Qualitative Research in Accounting & Management” 2007, vol. 4, no. 2.

- Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „The American Economic Review” 1958, no. 3.
- Modigliani F., Miller M.H., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „The Journal of Business” 1961, no. 4.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Kraków 1999.
- Sierpińska M., *Zysk na kawalki*, „Dziennik Polski”, 15.05.2000.
- Szablewski A., *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2.
- Wasilewski M., *Ekonomiczno-organizacyjne uwarunkowania gospodarowania zapasami w przedsiębiorstwach rolniczych*, Rozprawy Naukowe i Monografie nr 288, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2004.
- Waślicki T., *Podział zysku w spółkach kapitałowych*, „Rachunkowość” 2006, nr 6.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- Wrońska E., *Teoria sygnalizacji dywidend w opinii menedżerów finansowych*, [w:] J. Sobiech (red.), *Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe nr 142, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.

## **CORPORATE DIVIDEND POLICY: THE VIEWS OF FINANCIAL MANAGERS – RESULTS OF LITERATURE STUDIES**

**Summary:** This article presents an attempt factors determining dividend policy in the agricultural companies. The research hypothesis has been verified: reluctance to dividend payment is the primary factor which limits dividend payments in the companies. In the article an attempt is made to specify factors determining the dividend policy which are the consequence of views (opinions) of the management of enterprises.