Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 4/2016 (82), cz. 2

DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-04 s. 59–69

Wypłaty dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1993–2014*

Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak**

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest dokonanie charakterystyki polityki wypłat dywidend spółek giełdowych w Polsce oraz jej porównanie z polityką dywidendy na rynkach europejskich.
Metodologia badania – Badaniem objęto wszystkie spółki, których akcje były notowane na GPW w Warszawie w latach 1993–2014. Politykę dywidend scharakteryzowano za pomocą wskaźnika stopy dywidendy oraz grupując informację o częstotliwości wypłat dywidend. Podstawowe charakterystyki polityki wypłat dywidend spółek na GPW w Warszawie zostały porównane z analogicznymi charakterystykami dla spółek notowanych na rynkach europejskich.
Wynik – Przeprowadzone badanie pozwoliło na stwierdzenie, że stopa dywidend spółek notowanych na GPW jest wprawdzie większa od przeciętnej w Europie, ale polskie spółki znacznie rzadziej wypłacają dywidendy i bardzo rzadko utrzymują ciągłość wypłat dywidend.
Oryginalność/wartość – Publikowane wyniki badań zawierają dane dotyczące wszystkich wypłat dywidend przez spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 1993–2014. Opracowanie stanowi uzupełnienie dotychczasowej wiedzy w tym obszarze i inspiruje do dalszych badań.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, stopa dywidendy

Wprowadzenie

Polityka wypłat dywidend i wpływające na nią determinanty są jednym z częściej podejmowanych problemów w artykułach naukowych. Wielkość wypłacanych dywidend ma związek z atrakcyjnością inwestycyjną przedsiębiorstwa, kształtowaniem struktury i kosztu kapitału. W wielu teoriach opisuje się jaki wpływ, w sposób bezpośredni jak i pośredni może wywierać polityka dywidendowa na wartość przedsiębiorstwa. W kontekście tych teorii w artykule przedstawiona zostanie krótka charakterystyka czynników mogących mieć wpływ na poziom wypłacanych dywidend.

16 kwietnia 2016 roku minęło 25 lat od pierwszego powojennego notowania akcji na GPW w Warszawie. Warto przeanalizować jak przez ponad 20 lat przedstawiały się wskaźniki charakteryzujące aktywność spółek giełdowych w Polsce w zakresie wypłat dywidend. W artykule przedstawiono analizy ilustrujące procent spółek giełdowych w Polsce, które

* Artykuł sfinansowany przez Narodowe Centrum Nauki w ramach projektu badawczego (2014/13/B/HS4/01556).

** dr Leszek Czapiewski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: leszek.czapiewski@ue.poznan.pl; dr hab. Jarosław Kubiak, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: jaroslaw.kubiak@ue.poznan.pl.

wypłacały dywidendy oraz wartość stopy dywidend wraz z wyodrębnieniem branż charakteryzujących się jej największą i najmniejszą wartością. Ponadto sprawdzono, czy w przypadku spółek notowanych na GPW w Warszawie można zaobserwować stabilną politykę wypłat dywidend oraz zestawiono to z sytuacją w tym zakresie na innych europejskich rynkach kapitałowych.

1. Polityka dywidendy jako obszar decyzji finansowych przedsiębiorstwa

Podstawową funkcją dywidendy jest zwrot wypracowanych zysków akcjonariuszom. „Dywidenda jest ceną, jaką spółka akcyjna płaci inwestorowi za to, że kupił wyemitowane przez nią akcje. Jest ona swoistego rodzaju kosztem korzystania z kapitału akcjonariuszy" (Sierpińska 1999, s. 56). Wypłata dywidendy może także m.in. świadczyć o stabilności i sile finansowej przedsiębiorstwa, służyć prognozowaniu sytuacji finansowej, przyciągać inwestorów zainteresowanych wysoką stopą zwrotu i bieżącymi dochodami z tytułu inwestowania w akcje lub może służyć optymalizacji struktury kapitału.

Prezentowane w literaturze preferencje inwestorów w zakresie wyboru pomiędzy wypłatą dywidend a zyskami kapitałowymi są powiązane ze sporem o wpływ dywidendy na wartość przedsiębiorstwa. Przedstawiane są trzy odmienne poglądy na powyższe zagadnienie.

M.H. Miller i F. Modigliani – autorzy teorii nieistotności dywidendy – przyjmując założenie o istnieniu doskonałego rynku kapitałowego dowiedli, że nie istnieje zależność pomiędzy polityką dywidend, a wartością rynkową przedsiębiorstwa, a dla inwestorów nie ma znaczenia, czy zrealizują zysk w postaci dywidendy, czy wzrostu cen akcji. Doskonały rynek kapitałowy jest jednak jedynie konstrukcją teoretyczną i w literaturze można znaleźć szereg tez prezentujących stanowiska odpowiednio „prodywidendowe" i „antydywidendowe".

Zwolennicy podejścia prodywidendowego utrzymują, że dywidenda ma pozytywny wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Spółki wypłacające wysokie dywidendy będą wykazywały się wyższą wartością rynkową od spółek o podobnym profilu działalności i charakteryzujących się niską stopą dywidendy. M.J. Gordon oraz J. Lintner przekonywali, że inwestorzy bardziej cenią sobie pewnego dolara, którego otrzymają z tytułu dywidendy niż tego z oczekiwanych zysków kapitałowych. Uzasadnień podejścia prodywidendowego można także szukać w innych teoriach, przede wszystkim dotyczących kształtowania struktury kapitału.

Dywidendy można uznać więc za instrument dyscyplinujący zarządy. Wypłata gotówki na rzecz akcjonariuszy z wypracowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych ma na celu ograniczenie swobody działania zarządu, który mając do dyspozycji mniejsze środki powinien podejmować bardziej efektywne decyzje. W związku z tym należy się spodziewać, że właściciele przedsiębiorstwa będą oczekiwać wyższego poziomu

dywidend w sytuacji większego narażenia na wystąpienie negatywnych konsekwencji kosztów agencji w relacji właściciel – menedżer (Jensen 1986).

Zgodnie z teorią o zawartości informacyjnej dywidend, ich wysokość jest sygnałem dla inwestorów, który wskazuje na przewidywania menedżerów odnośnie do przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (jest sygnałem określającym jakość przedsiębiorstwa). Należy podkreślić, że inwestorzy reagują przede wszystkim nie na wysokość dywidendy, lecz na jej zmianę względem wcześniej deklarowanej czy wypłacanej w poprzednich okresach.

Presja na wzrost wartości wypłacanych dywidend może wiązać się także z oczekiwaniami głównych inwestorów. Należy jednak zauważyć, że w kontekście występowania efektu klienteli, można także tłumaczyć zachowania inwestorów preferujących pozostawianie zysku do dyspozycji przedsiębiorstwa. Podobna sytuacja występuje w przypadku cateringowego podejścia do wypłaty dywidend, gdzie zachowania inwestorów w tym zakresie tłumaczy się w kontekście finansów behawioralnych[1].

Według zwolenników stanowiska antydywidendowego wartość przedsiębiorstwa jest ujemnie skorelowana z dywidendą. Wypłata dywidendy jest zatem negatywnie odbierana przez akcjonariuszy. Pierwotnie za główną przyczynę tego zjawiska wskazywano większą stopę opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych. Takie poglądy prezentowali R.H. Litzenberg oraz K. Ramaswamy. W obliczu zrównania stopy opodatkowania zysków z tych dwóch źródeł opodatkowanie ma mniejsze znaczenie dla podejmowanych decyzji odnośnie do dywidendy. Nadal jednak problem ten nie pozostaje bez znaczenia, choćby ze względu na możliwość przesuwania momentu zapłaty podatku w czasie.

Antydywidendową politykę można także tłumaczyć w aspekcie kosztów bankructwa. W sytuacji wzrostu prawdopodobieństwa bankructwa, przedsiębiorstwa mogą decydować się na wypłaty niskich dywidend lub w ogóle zrezygnują z ich wypłat.

Kolejną teorią struktury kapitału w której można znaleźć wskazania odnośnie do polityki dywidend jest teoria hierarchii źródeł finansowania. W warunkach asymetrii informacji przedsiębiorstwa powinny zgodnie z tezami tej teorii rezygnować z pozyskiwania kapitału zewnętrznego i preferować zyski zatrzymane (Myers 1984). W przypadku przedsiębiorstw charakteryzujących się wysokim poziomem asymetrii informacji będzie to skutkowało utrzymaniem relatywnie niskiego poziomu wypłaty dywidend (Kubiak 2013). Autor teorii hierarchii S.C. Myers biorąc pod uwagę także wynikający z istnienia asymetrii informacji efekt sygnalizacji, zaleca względnie stały poziom dywidend z obawy, że spadek wartości wypłat dla inwestorów może być odebrany przez nich jako pogorszenie się sytuacji przedsiębiorstwa.

[1] Cateringowego podejścia do wypłaty dywidendy nie należy jednak utożsamiać z efektem klienteli. Szerzej na ten temat w: Gajdka (2013).

2. Pomiar poziomu wypłaty dywidend

Do najbardziej popularnych wskaźników pozwalających określić rozmiary wypłacanej dywidendy należą: dywidenda przypadająca na 1 akcję i stopa dywidendy.

Jednym z podstawowych wskaźników dotyczących dywidendy jest wskaźnik dywidendy przypadającej na jedną akcję (DPS). Oblicza się go za pomocą następującego wzoru:

$$\text{DPS} = \frac{\text{Dywidenda ogółem}}{\text{Liczba wyemitowanych akcji}}.$$

Relacja dywidendy przypadającej na 1 akcję w niewielkim stopniu umożliwia określenie opłacalności inwestycji w akcje danego przedsiębiorstwa, dlatego jej wartość poznawcza jest niewielka. Stanowi jednak istotny element kolejnych wskaźników, dzięki którym można dokładniej porównywać poziomy wypłat dywidend dla poszczególnych spółek.

Ważnym wskaźnikiem, który jest wykorzystywany przy porównywaniu strategii dywidendowych spółek jest wskaźnik stopy dywidendy (DYR), który obliczany jest za pomocą wzoru:

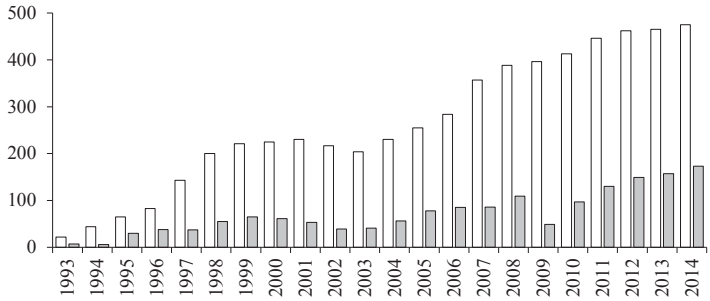
$$\text{DYR} = \frac{\text{DPS}}{\text{Cena rynkowa akcji}}.$$

Wskaźnik stopy dywidendy pozwala na porównanie stóp zwrotu z różnych akcji poszczególnych branż jak i całego rynku. Stopa dywidendy interesuje przede wszystkim inwestorów chcących otrzymywać regularne przepływy pieniężne z inwestycji, a nie tych, którzy oczekują na korzyści z tytułu wzrostu wartości akcji.

3. Zakres czasowy i podmiotowy badań oraz źródła danych do ich przeprowadzenia

W zaprezentowanych w artykule badaniach uwzględniono wszystkie spółki giełdowe, które były notowane na GPW w Warszawie w okresie od 1993 do 2014 roku (rys. 1). Wzięto pod uwagę wszystkie przypadki wypłaty dywidend. Dane niezbędne do ustalenia polityki wypłaty dywidend zaczerpnięto z *Roczników Giełdowych* oraz serwisu *GPW Infostrefa*. Informacje o notowanych spółkach, cenach i liczbie ich akcji oraz przynależności branżowej pozyskano z *Ceduły Giełdowej*.

Łącznie w badanym okresie na głównym parkiecie giełdy w Warszawie było notowanych ponad 640 spółek, natomiast 263 z nich nigdy w okresie notowania akcji nie wypłaciło dywidend.



Rysunek 1. Liczba spółek wypłacających dywidendę na tle wszystkich spółek GPW w Warszawie w poszczególnych latach w okresie 1993–2014

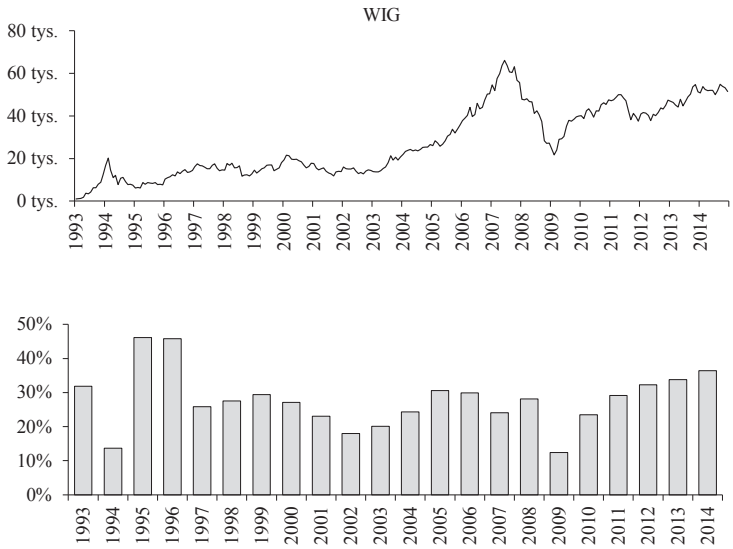
Źródło: opracowanie własne.

4. Udział spółek wypłacających dywidendy na GPW w Warszawie na tle innych rynków europejskich

Znaczenie polityki wypłaty dywidend na rynku kapitałowym można zilustrować odsetkiem spółek wypłacających w danym roku dywidendy. Na GPW w Warszawie udział spółek wypłacających dywidendy w ogólnej liczbie notowanych przedsiębiorstw nie jest imponujący, choć można zaobserwować pewną poprawę. Przeciętna wartość tego wskaźnika w latach 1993–2014 wynosiła 27,9%. W ostatnich trzech analizowanych latach udział ten przewyższał już jednak wyraźnie 30% (rys. 2). Analizując wyniki, oczywiście należy pamiętać o tym, że część przedsiębiorstw nie mogło w analizowanych okresach wypłacać dywidendy, ze względu na generowanie strat.

Udział przedsiębiorstw wypłacających dywidendy w ich ogólnej liczbie nie jest mocno skorelowany ze zmianami indeksu WIG (rys. 2). Znaczący wpływ pogorszenia koniunktury giełdowej na względną ilość przedsiębiorstw wypłacających dywidendę jest widoczny jedynie w 2009 roku, gdzie nastąpił istotny spadek wartości WIG i jednocześnie zaobserwowano wyraźny spadek udziału spółek wypłacających dywidendy.

Udział przedsiębiorstw, które wypłacały dywidendy wśród wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie był znacząco niższy od analogicznego udziału na rynkach rozwiniętych. Z badań przeprowadzonych przez I. Ali (2013, s. 47) wynika, że w okresie 1990–2010 62,4% przedsiębiorstw wypłacało dywidendy. Badanie przeprowadzono na podstawie 4646 przypadków spółek giełdowych notowanych na rynkach 21 państw Europy (bez Europy Środkowej i Wschodniej). Polityka dywidend była badana w czasie 21 lat w okresie od 1990 do 2010 roku. Należy jednak zauważyć, że w badanych 21 krajach miał miejsce przeciwny w stosunku do obserwowanego na GPW trend. Procent spółek wypłacających



Rysunek 2. Udział przedsiębiorstw wypłacających dywidendy w ogólnej liczbie spółek notowanych na GPW w Warszawie na tle wartości indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne.

dywidendy na analizowanych w pracy Ali'ego rynkach obniżał się systematycznie. W roku 1990 wynosił 81,7%, w 2000 roku 61,6%, a w roku 2010 już tylko 48.0%. Autor zauważa jednak, że tak znacząca zmiana wynika po części z faktu, że na badanych rynkach w kolejnych latach pojawiały się nowe spółki, które w stosunku do notowanych w pierwszej połowie lat 90-tych charakteryzowały się mniejszym wiekiem, a także niższą zyskownością. Biorąc pod uwagę, że cykl życia przedsiębiorstwa związany z potrzebami inwestycyjnymi oraz zyskowność należą do głównych determinant polityki dywidend – zaobserwowane zmiany nie są zaskoczeniem.

5. Długookresowa polityka wypłat dywidendy na GPW w Warszawie na tle innych rynków europejskich

W powoływanych wyżej badaniach Ali`ego przedstawiono wyniki odwołujące się do ciągłości wypłat dywidend przez poszczególne spółki giełdowe. Autor badania podzielił ogół przedsiębiorstw na trzy grupy:

– regularnie wypłacające dywidendę – czyli takie, które podczas całego okresu notowania na giełdzie zawsze wypłacały dywidendy,

– nigdy nie wypłacające dywidendy – czyli takie, które podczas całego okresu notowania na giełdzie nigdy nie wypłaciły dywidendy,
– nieregularnie wypłacające dywidendę – wszystkie pozostałe spółki, które nie znalazły się w dwóch wyżej zdefiniowanych zbiorach.

W celu możliwości porównania długookresowej polityki dywidend spółek objętych badaniem Ali`ego oraz spółek z GPW w Warszawie, w pierwszej części analiz przyjęliśmy wyżej zaprezentowane definicje. W tabeli 1 przedstawiono wyniki określające ciągłość polityki wypłaty dywidend spółek na GPW w Warszawie, określonej w wyżej opisany sposób.

Tabela 1

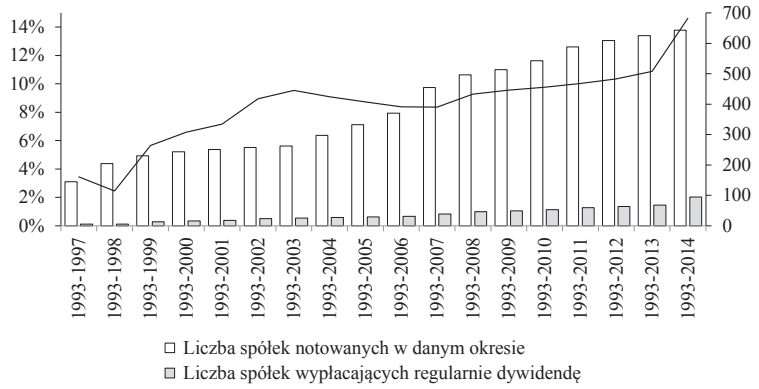
Polityka wypłaty dywidendy na GPW w Warszawie w latach 1993–2014 (%)

Wskaźnik udziału w ogólnej liczbie przedsiębiorstw	Odsetek spółek
Spółki wypłacające dywidendę we wszystkich latach w których były notowane na giełdzie	1,9
Spółki nigdy nie wypłacające dywidendy	68,5
Spółki nieregularnie wypłacające dywidendy	29,6

Źródło: opracowanie własne.

Dane zamieszczone w tabeli 1 wskazują na niechęć spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłaty dywidend o czym świadczy 68,5% udział spółek, które nigdy nie wypłacały dywidend. We wszystkich latach notowania akcji przedsiębiorstwa na giełdzie dywidendy w analizowanym okresie wypłaciło zaledwie 1,9% spółek. Jest to zupełnie inna sytuacja w stosunku do rynków europejskich, objętych badaniem przez Ali`ego. W badanym przez niego okresie lat 1990–2010 przeciętnie regularnie dywidendę wypłacało 27,6% spółek, nieregularnie 54,6%, a jedynie 17,8% spółek w ogóle nie wypłacało dywidend.

Powyższy sposób definiowania ciągłości wypłaty dywidend jest mocno dyskusyjny, z uwagi na to, że nie uwzględnia ilości lat w jakich spółka jest notowana na giełdzie, co zmniejsza szanse spółek o długiej historii notowań na zakwalifikowanie do grupy spółek regularnie wypłacających dywidendy. Z tego powodu poniżej przedstawiono wyniki analiz, w których inaczej zdefiniowano kwestię regularności spółek w zakresie polityki dywidend. Na rysunku 3 przedstawiono w ujęciu narastającym począwszy od roku 1993, relację liczby spółek wypłacających dywidendę nieprzerwanie przez minimum 5 lat, do liczby spółek notowanych w danym pięcioletnim okresie na GPW w Warszawie. Zdaniem autorów takie podejście daje możliwość „wyrównania szans" znalezienia się w grupie przedsiębiorstw regularnie wypłacających dywidendy" spółkom o długiej historii notowań. Przy wcześniej przyjętej definicji dochodzi bowiem do sytuacji, w której np. spółka notowana 15 lat na GPW w Warszawie i wypłacająca dywidendy w 14 z 15 okresów będzie uznana za nieregularnie wypłacającą dywidendę.



Rysunek 3. Relacja liczby spółek wypłacających regularnie dywidendę przez okres co najmniej 5 lat na tle wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie

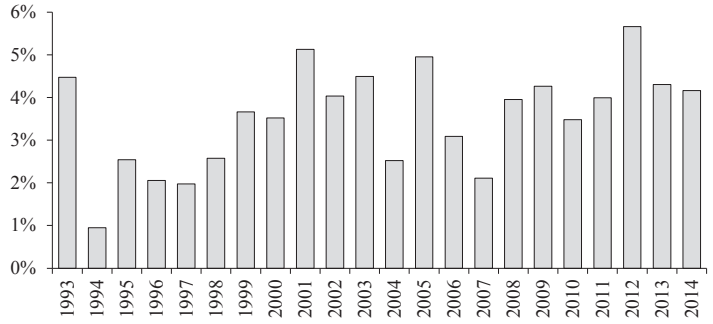
Źródło: opracowanie własne.

Liczba spółek, które przez co najmniej 5 lat w sposób ciągły wypłacała dywidendy, była nieznaczna i wahała się od ok. 2% w okresie 1993–1998 do ponad 14% w przypadku analizy wszystkich 22 lat objętych badaniem. Porównując to z wyżej przytoczonymi wynikami dla rynków europejskich można stwierdzić, że polski rynek nie jest zbyt przychylny dla inwestorów nastawionych na czerpanie zysków z dywidend. Oczywiście należy wziąć pod uwagę stadium rozwoju GPW w Warszawie i notowanych na nim spółek, które szczególnie na początku okresu transformacji gospodarczej w Polsce potrzebowały kapitału na rozwój. Potrzeby inwestycyjne związane z nadrabianiem różnic technologicznych w gospodarce Polski w stosunku do państw najwyżej rozwiniętych nadal mogą uzasadniać potrzeby pozostawiania wypracowanych zysków na dalsze inwestycje.

Z drugiej jednak strony należy zauważyć na GPW w Warszawie systematyczny wzrost odsetka spółek wypłacających dywidendy przez minimum 5 lat, przy jednoczesnym zmniejszaniu się udziału firm regularnie wypłacających dywidendy wśród spółek notowanych na rynkach europejskich (w 1990 r. udział ten wynosił 31,6% a w 2010 r. 21,7%). Na rozwiniętych rynkach europejskich zwiększyła się jednocześnie liczba przedsiębiorstw nigdy nie wypłacających dywidendy (w 1990 r. wynosiła 3,4% a w 2010 r. już 30,1%). Ma to jednak związek z opisywaną już wyżej zmianą struktury wiekowej oraz poziomu zyskowności przedsiębiorstw notowanych na rynkach europejskich w XXI wieku.

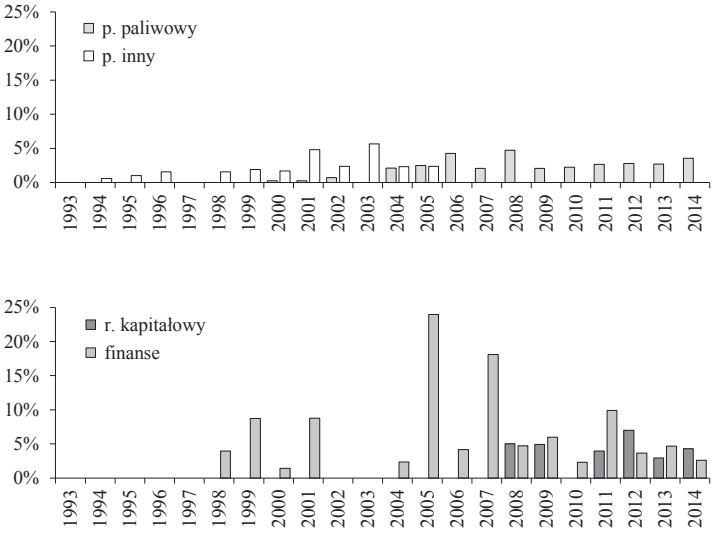
6. Stopa dywidendy spółek notowanych na GPW w Warszawie na tle innych rynków europejskich

Tak jak wcześniej stwierdzono wskaźnik stopy dywidendy pozwala na porównanie stóp zwrotu z inwestycji w różne akcje, także pomiędzy różnymi rynkami. Zmiany stopy dywidendy w badanym okresie 1993–2014 przedstawiono na rysunku 4.



Rysunek 4. Przeciętna wartość stopy dywidendy spółek notowanych na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 5. Branże o najniższej i najwyższej średniej stopie dywidend

Źródło: opracowanie własne.

Przeciętna stopa dywidendy dla spółek notowanych na GPW w Warszawie w badanym okresie wynosiła 4,1%. W ostatnim z badanych lat stopa ta wynosiła 4,2%. Przedsiębiorstwa notowane na rynkach europejskich w roku 2014 charakteryzowały się przeciętną stopą dywidendy na poziomie 3,2% (Rzeczpospolita 2014), a w 2015 roku 3,3% (Allianz 2016). W ostatnich latach można zaobserwować wyraźnie wyższą stopę dywidend oferowaną przez spółki wypłacające dywidendy notowane na GPW, w stosunku do innych notowanych na rynkach europejskich. Podobnie jak w Europie, najwyższą stopę zwrotu z dywidend można na GPW w Warszawie uzyskać z inwestycji w sektor „finanse". Na rysunku 5 przedstawiono najwyższe i najniższe stopy dywidend na GPW w Warszawie w ujęciu branżowym.

Najniższą stopą dywidend charakteryzowały się stopy dywidend w branży paliwowej i „przemysł inny". Najwyższą, choć nieregularną stopą dywidendy charakteryzował się sektor finansowy oraz od roku 2008 sektor usług kapitałowych.

Uwagi końcowe

Na politykę wypłat dywidend wpływa szereg czynników zarówno o charakterze zewnętrznym jak i wewnętrznym, czyli niezależnych oraz zależnych od przedsiębiorstwa. Teoria finansów znajduje uzasadnienie zarówno dla polityki prodywidendowej jak i antydywidendowej. W przypadku badanego 22-letniego okresu funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych można mówić o dużej wstrzemięźliwości polskich spółek w zakresie wypłat dywidend. Procent spółek wypłacających dywidendy wynosił przeciętnie 27,9% był znacząco niższy w stosunku do rozwiniętych rynków europejskich. Aż 68,5% spółek ani razu w okresie notowania na GPW w Warszawie nie wypłacało dywidend. Jedną z przyczyn mogła być niższa rentowność oraz potrzeby inwestycyjne spółek na rynkach rozwijających się, które muszą przeznaczać pieniądze na rozwój mając w porównaniu do rynków rozwiniętych trudniejszy dostęp do źródeł finansowania. W takich warunkach większego znaczenia w finansowaniu działalności nabierają zyski zatrzymane.

Z drugiej jednak strony, jeśli już przedsiębiorstwa decydowały się na wypłatę dywidend, to ich stopa była relatywnie wysoka. Średnia stopa dywidend wypłaconych przez polskie spółki giełdowe wynosiła 4,1% i była o około 1 punkt procentowy wyższa od analogicznej na rynkach europejskich. Inwestorzy, którzy wybrali na GPW spółki „prodywidendowe" mogli zarobić więcej niż na rynkach europejskich. Interesujące byłoby poznanie przyczyn takiej sytuacji, co wymaga oczywiście przeprowadzenia odpowiednich badań.

Literatura

Adamczyk C. (2014). Dywidendy wypłacane przez spółki giełdowe w 2014 r. *Rzeczpospolita*, http://www.rp.pl/artykul/1109825-Dywidendy-wyplacane-przez-spolki-gieldowe-w-2014-r-.html.

Ali I. (2013). *Dividend payment behavior of European listed firms: Three essays*. Universite de Grenoble, https://halshs.archives-ouvertes.fr/tel-01070637/document.

Analysis & Trends Dividends instead of low interest rates (2016). Allianz Global Investors GmbH, http://www.allianzgi.com/en/Market-Insights/Pages/Dividend-strategies-in-times-of-financial-repression.aspx.
Gajdka J. (2013). Cateringowe podejście do polityki dywidendy w warunkach polskiego rynku kapitałowego, *Zarządzanie i Finanse*, *2* (4).
Jensen M.C. (1976). Agency Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers Costs of. *American Economic Review*, *76* (2).
Kubiak J. (2013). Polityka dywidend w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania. *Zarządzanie i Finanse*, *2* (4).
Myers S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, *39*.
Sierpińska M. (1999). *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Warszawa–Kraków: Wydawnictwo Naukowe PWN.

THE DIVIDEND PAYMENTS OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE IN THE PERIOD 1993–2014

Abstract: *Purpose* – The objective of this paper is to characterise the dividend policy of listed companies in Poland and its comparison with the dividend policy of listed companies on the other European markets.
Design/methodology/approach – The study covers all companies whose shares were listed on the Warsaw Stock Exchange between 1993 and 2014. Dividend policy was characterized by the dividend yield and by gathering information on the frequency of dividend payments.
Findings – The study concludes that admittedly an average dividend yield of companies listed on the WSE was higher than the average in Europe, but Polish companies were significantly less likely to pay dividends, and dividend payments were rarely continued.
Originality/value – The research study includes data on all dividend payments of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 1993–2014. The paper should inspire further study on dividend policy of Polish firms.

Keywords: dividend policy, dividend yield, Polish capital market

Cytowanie

Czapiewski L., Kubiak J. (2016). Wypłaty dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1993–2014. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, *4* (82/2), 59–69. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-04.