

# Teoria i praktyka polityki wypłat dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych (część II)

## Wpływ działalności operacyjnej i inwestycyjnej na politykę wypłaty dywidendy

Agnieszka Natasza Duraj, dr  
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego

Polityka wypłat dywidendy jest konsekwencją jej uchwalenia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Stanowi ona rezultat oddziaływania wielu odmiennych czynników, spośród których dotychczasowe osiągnięcia przedsiębiorstwa powinny mieć istotny wpływ. Wypłata dywidendy jest bowiem tym działaniem spółki, które prowadzi do zmniejszenia wartości kapitału samofinansowania przedsiębiorstwa i wynika z przyjętej strategii wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, która powinna się opierać na trwałym wzroście efektywności działalności operacyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstwa.

Efektywność działalności operacyjnej uznać należy za zasadniczą podstawę i warunek funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Jest ona wypadkową wielu zmiennych, zależnych i niezależnych od przedsiębiorstwa, które wpływają na kształtowanie się wartości przychodów ze sprzedaży, rentowności sprzedaży, rentowności operacyjnej. Pomyślność działań w sferze operacyjnej przedsiębiorstwa pozwala na podejmowanie i realizację polityki inwestycyjnej, kształtowania rozmiarów i struktury kapitału oraz podziału zysku netto.

### **1. Wpływ działalności operacyjnej na politykę wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie**

#### **1.1. Hipotezy i metody badawcze**

Przyjęte dla celów opracowania zadanie zweryfikowania wpływu działalności operacyjnej na politykę wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyj-

ne notowane na GPW w Warszawie opiera się na pięciu następujących hipotezach roboczych:

- 1) spółki o wysokiej dynamice przychodów ze sprzedaży wypłacają wyższe dywidendy,
- 2) wzrostowi przychodów netto ze sprzedaży towarzyszy wzrost zysku z działalności operacyjnej,
- 3) zysk netto za jedną akcję zależy w dużym stopniu od osiągniętego zysku z działalności operacyjnej,
- 4) spółki o wysokich wskaźnikach wzrostu zysku z działalności operacyjnej realizują najczęściej politykę stałej stopy wypłat dywidendy,
- 5) spółki o rosnącej marży zysku operacyjnego wypłacają większą dywidendę.

Przyjęte hipotezy badawcze znajdują swoje uzasadnienie w założeniach o istnieniu wieloczynnikowych i przenikających się determinant polityki dywidendy.

Wysoka dynamika przychodów ze sprzedaży powodować może osiąganie przez spółkę wyższego zysku netto. Walne zgromadzenie spółki akcyjnej, osiągającej dodatni wynik finansowy (zysk netto), zobowiązane jest do dokonania jego podziału. Zysk netto przeznaczany jest na tworzenie kapitału zapasowego, kapitału rezerwowego, rezerw, nagród dla załogi, funduszu świadczeń socjalnych, tantiem, zysku zatrzymanego oraz dywidend. Dlatego można się spodziewać, iż wyższej dynamice przychodów ze sprzedaży towarzyszyć będzie wyższa kwota dywidendy wypłacana przez spółkę. Twierdzenie takie zawarte jest w hipotezie 1.

Wartość przychodów netto ze sprzedaży określa wielkość zysku z działalności operacyjnej spółki, co pozwala domniemywać, iż wzrostowi wysokości przychodów netto ze sprzedaży towarzyszyć będzie wzrost zysku z działalności operacyjnej (hipoteza 2.).

Wysokość zysku z działalności operacyjnej, jak również wysokość przychodów i kosztów finansowych, zysków i strat nadzwyczajnych oraz obowiązkowych obciążeń wyniku finansowego wpływają na wysokość wygosparowanego przez przedsiębiorstwo zysku netto. Można zatem sądzić, iż im wyższy zysk z działalności operacyjnej, tym wyższa będzie kwota osiągniętego przez spółkę zysku netto oraz zysku netto na jedną akcję. Stwierdzenie to stanowi treść hipotezy 3. Kolejna (czwarta) hipoteza wiąże bezpośrednio wysokość zysku osiągniętego z działalności operacyjnej ze stopą wypłaconej dywidendy. Przyjęte w hipotezie 5. założenie o występowaniu związku korelacyjnego między marżą zysku operacyjnego a wysokością wypłat dywidendy jest wzmocnieniem zainteresowania oddziaływaniem wyników działalności operacyjnej na politykę wypłat dywidendy.

Zasadnicze badania przedstawione w niniejszym opracowaniu zawierają wartości współczynników korelacji, które zostały obliczone za pomocą formuły Spearmana ( $R$ ). Współczynnik  $R$  Spearmana można traktować, podobnie jak współczynnik korelacji momentu iloczynowego Pearsona, w kategorii procen-

tu wyjaśnianej zmienności. Różnica polega na tym, że współczynnik  $R$  Spearmana jest obliczany na podstawie rang.

Współczynnik korelacji rang Spearmana oznaczany jest symbolem  $R_{xy} = R_{yx}$ . Służy on do mierzenia natężenia (siły) korelacji. Gdy liczba jednostek obserwacji wynosi  $n$ , wówczas współczynnik korelacji jest definiowany jako [Luszniewicz, 1987, s. 197]:

$$R_{xy} = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n^3 - n},$$

gdzie:  $d_i$  oznaczają różnice między rangami (kolejnymi numerami) odpowiadających sobie wartości cechy  $X$  oraz wartości cechy  $Y$ , przy czym  $i = 1, 2, \dots, n$ . Współczynnik korelacji rang Spearmana przyjmuje wartości liczbowe z przedziału  $\langle -1, +1 \rangle$ . Wskazuje zatem na kierunek (dodatni lub ujemny) korelacji. W przypadku niezależności zmiennych  $X$  oraz  $Y$  współczynnik korelacji rang Spearmana równa się zero, natomiast w przypadku najsilniejszej funkcyjnej korelacji rang:  $R_{xy} = -1$  (związek funkcyjny ujemny) lub  $R_{xy} = +1$  (związek funkcyjny dodatni).

Jeśli  $R = 0$ , wówczas cechy  $X$  i  $Y$  określamy jako nieskorelowane. Jeżeli  $R \neq 0$ , to cechy określamy jako skorelowane. Gdy  $R > 0$ , mówimy o dodatnim skorelowaniu obu zmiennych, gdy  $R < 0$ , mówimy o ujemnym skorelowaniu zmiennych. Bezwzględna wartość współczynnika korelacji świadczy o ścisłości (sile) współzależności zmiennych, rozumianej jako stopień determinacji wartości jednej zmiennej przez wartości drugiej zmiennej [Józwiak, Podgórski, 1992, s. 214].

Przyjmując za S. Ostasiewiczem następujące granice siły korelacji:

- (0–0,2) — brak zależności,
- (0,2–0,4) — zależność niska,
- (0,4–0,7) — zależność umiarkowana,
- (0,7–0,9) — zależność znacząca,
- (0,9–1,0) — zależność bardzo silna,

wskazać można, że klasyfikacja granic siły korelacji w sposób wyraźny pozwala na scharakteryzowanie tej siły.

$R_{xy} = R_{yx}$  jest estymatorem parametru  $E(R_{xy}) = E(R_{yx})$ , a konkretna wartość liczbową, jaką przyjmuje ten estymator, stanowi ocenę punktową szacowanego parametru. Należy podkreślić, iż współczynnik korelacji rang Spearmana może być stosowany do opisu korelacji dwuwymiarowej (i tylko takiej) dla cech mierzalnych wtedy, kiedy korelację tę można określić jako liniową. W pozostałych przypadkach zastosowanie znajdują współczynniki korelacji Pearsona [Luszniewicz, 1987, s. 197].

W opracowaniu znajdują się też rezultaty badania istotności współczynnika korelacji rang Spearmana.

Do weryfikacji hipotezy zerowej, stwierdzającej, że współczynnik korelacji rang w populacji generalnej nie różni się istotnie od zera (cechy nie są skore-

lowane), wobec hipotezy alternatywnej, stanowiącej, iż współczynnik ten jest różny od zera (jest istotny, tzn. istnieje między badanymi cechami istotna zależność), wykorzystywana jest statystyka [Józwiak, Podgórski, 1992, s. 246]:

$$t = \frac{r_s}{\sqrt{\frac{1-r_s^2}{n-2}}}$$

gdzie:  $r_s$  — współczynnik korelacji rang obliczony z próby,  $n$  — liczebność próby.

Statystyka  $t$  ma przy założeniu prawdziwości hipotezy zerowej rozkład t-Studenta z  $(n - 2)$  stopniami swobody.

Badaniem objęte zostały wszystkie spółki notowane na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie w latach 1994–1999. Każda ze spółek zakwalifikowana została do jednego z piętnastu sektorów<sup>1</sup>. Przeprowadzona analiza korelacji wiąże się z weryfikacją hipotez badawczych dla każdego sektora. Zasadność merytoryczna analizy sektorowej polityki wypłat dywidendy kryje się przede wszystkim w większej porównywalności warunków rynkowych i techniczno-produkcyjnych badanych spółek niż w przypadku występowania analiz międzysektorowych. To stwierdzenie nie może być jednak równoznaczne z istnieniem w poszczególnych sektorach spółek giełdowych przedsiębiorstw realizujących produkty o podobnym przeznaczeniu czy też zużywających podobne surowce i materiały oraz stosujących w procesach produkcyjnych i usługowych podobne technologie. Takich bowiem warunków pełnej porównywalności nie ma w żadnym z istniejących sektorów. Co więcej, można zapewne eksponować pogląd, że polityka wypłat dywidendy ma charakter zindywidualizowany i uwarunkowany niepowtarzalnymi jednostkowymi determinantami.

## 1.2. Wyniki badań empirycznych weryfikacji hipotez badawczych w ujęciu przestrzennym

Zaprezentowane syntetyczne badania empiryczne nad czynnikami wypłat dywidendy przez giełdowe spółki akcyjne wynikają z badań szczegółowych nad eksplanacją czynników kształtowania, wyboru i realizacji polityki wypłat dywidendy przez te przedsiębiorstwa. Koncentrując się jednakże na potrzeby uogólnienia przedstawionej sektorowej i dynamicznej weryfikacji hipotez badawczych, wskazać należy, że we wszystkich piętnastu sektorach Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie najsilniej skorelowany związek stanowiła zależność występująca pomiędzy zyskiem z działalności operacyjnej a zyskiem za jedną akcję (hipoteza 3.) — zob. tabela 1.

<sup>1</sup> Klasyfikacja sektorowa podana według *Notorii Serwis — Wyniki finansowe spółek giełdowych*, zeszyt 3 (29) 2000.

W czterech sektorach, tj. ubezpieczeń, przemysłu drzewno-papierniczego, przemysłu elektromaszynowego i lekkiego — zysk z działalności operacyjnej i zysk netto za akcję stanowiły zależność o znaczącej sile, a w jednym sektorze, tj. sektorze mediów — związek ten stanowił bardzo silną zależność. Drugim najsilniej skorelowanym związkiem był związek występujący między przychodami netto ze sprzedaży a zyskiem z działalności operacyjnej (hipoteza 2.). W trzech sektorach, tj. handlu, przemysłu metalowego i przemysłu motoryzacyjnego wystąpiła znacząca zależność pomiędzy czynnikami tego związku.

Badania uwiarydliwiły także, iż w poszczególnych sektorach Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie można dostrzec istnienie niejednorodnej tendencji zależności występującej pomiędzy przychodami ze sprzedaży a kwotą wypłaconej dywidendy (hipoteza 1.).

### Tabela 1.

Zestawienie średnich współczynników korelacji rang Spearmana dla poszczególnych hipotez według sektorów

| Sektor/<br>hipoteza | Banki          | Budow-<br>nictwo              | Handel                     | Informa-<br>tyka | Teleko-<br>munika-<br>cja           | Media     | Ubezpie-<br>czenia |                |
|---------------------|----------------|-------------------------------|----------------------------|------------------|-------------------------------------|-----------|--------------------|----------------|
| 1.                  | 0,213          | (-) 0,006                     | (-) 0,049                  | 0,139            | 0,545                               | (-) 0,454 | 0,232              |                |
| 2.                  | (-) 0,329      | 0,532                         | 0,752                      | 0,689            | 0,261                               | 0,543     | 0,429              |                |
| 3.                  | 0,618          | 0,574                         | 0,619                      | 0,681            | 0,428                               | 0,915     | 0,800              |                |
| 4.                  | (-) 0,146      | (-) 0,030                     | (-) 0,023                  | 0,086            | 0,486                               | (-) 0,131 | (-) 0,174          |                |
| Sektor/<br>hipoteza | Chemicz-<br>ny | Drzew-<br>no-pa-<br>pierniczy | Elektro-<br>maszyno-<br>wy | Lekki            | Mate-<br>riałów<br>budowla-<br>nych | Metalowy  | Motory-<br>zacyjny | Spożyw-<br>czy |
| 1.                  | 0,229          | (-) 0,095                     | (-) 0,201                  | (-) 0,317        | (-) 0,062                           | 0,233     | 0,602              | (-) 0,043      |
| 2.                  | 0,425          | (-) 0,362                     | (-) 0,014                  | (-) 0,257        | 0,110                               | 0,733     | 0,733              | 0,192          |
| 3.                  | 0,663          | 0,831                         | 0,788                      | 0,863            | 0,690                               | 0,305     | 0,314              | 0,646          |
| 4.                  | (-) 0,082      | (-) 0,188                     | 0,289                      | 0,309            | (-) 0,073                           | 0,182     | 0,256              | 0,155          |

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis — wyniki finansowe spółek giełdowych*, 2000.

W trzech sektorach, tj. telekomunikacji, mediów oraz sektorze przemysłu motoryzacyjnego zależność ta cechowała się umiarkowaną siłą, przy czym w sektorze mediów wzrostowi przychodów ze sprzedaży towarzyszył spadek kwoty wypłaconej dywidendy. W sześciu sektorach, tj. sektorze banków, ubezpieczeń, przemysłu chemicznego, elektromaszynowego, lekkiego oraz przemysłu metalowego, związek ten cechował się niską dodatnią siłą korelacji.

W dwóch sektorach, tj. sektorze przemysłu elektromaszynowego i przemysłu lekkiego — wzrostowi przychodów ze sprzedaży towarzyszył spadek kwoty

wypłaconej dywidendy. W pozostałych sześciu sektorach, tj. sektorze budownictwa, handlu, informatyki, przemysłu drzewno-papierniczego, materiałów budowlanych oraz przemysłu spożywczego, ze względu na niskie wartości średnich współczynników korelacji rang Spearmana, nie było podstaw do wnioskowania o wystąpieniu istotnej zależności pomiędzy czynnikami tego związku.

Badania przeprowadzone w poszczególnych spółkach należących do analizowanych sektorów GPW w Warszawie pozwalają stwierdzić, iż w niemalże 75% sektorów został dowiedziony brak korelacji pomiędzy zyskiem z działalności operacyjnej a stopą wypłaconej dywidendy (hipoteza 4.). W jednym z sektorów — sektorze telekomunikacji — wystąpiła umiarkowana siła korelacji między czynnikami analizowanego związku, a w trzech sektorach, tj. sektorze przemysłu elektromaszynowego, lekkiego oraz przemysłu motoryzacyjnego, zaobserwowano dodatnie o niskiej sile skorelowanie zysku z działalności operacyjnej i stopy wypłaconej dywidendy.

### **1.3. Wyniki badań empirycznych weryfikacji hipotez badawczych w ujęciu dynamicznym**

Przeprowadzone badania empiryczne, dotyczące weryfikacji hipotez badawczych w ujęciu dynamicznym, dowiodły, iż najsilniejsza korelacja, określona za pomocą średnich współczynników korelacji rang Spearmana, wystąpiła między przychodami netto ze sprzedaży a zyskiem z działalności operacyjnej (hipoteza 2.) — zob. tabela 2. W jednym sektorze Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, tj. sektorze przemysłu motoryzacyjnego, pomiędzy cechami analizowanego związku wystąpiła bardzo silna zależność. W tym przypadku średni współczynnik korelacji rang Spearmana wyniósł 1,000. W siedmiu sektorach, tj. sektorze bankowym, handlu, telekomunikacji, przemysłu chemicznego, drzewno-papierniczego, lekkiego oraz metalowego, występuje zależność o znaczącej sile (od 0,733 do 0,857).

Drugim pod względem siły korelacji był związek zysku z działalności operacyjnej i zysku netto za akcję (hipoteza 3.). Dwa sektory, tj. sektor handlu oraz materiałów budowlanych, cechowały się znaczącą siłą zależności między cechami tego związku. W sektorze handlu średni współczynnik korelacji rang Spearmana wyniósł 0,714, a w sektorze materiałów budowlanych jego wielkość była równa 0,769.

Weryfikacja hipotezy 1. wykazała, iż jedynie w 1/3 sektorów nie stwierdzono korelacji pomiędzy przychodami ze sprzedaży a kwotą wypłaconej dywidendy. We wszystkich sektorach wzrostowi przychodów ze sprzedaży towarzyszył wzrost kwoty wypłacanej dywidendy. W dwóch sektorach, tj. sektorze bankowym oraz sektorze przemysłu lekkiego zależność ta cechowała się umiarkowaną siłą, w sześciu sektorach zaś, tj. sektorze handlu, informatyki, telekomunikacji, przemysłu drzewno-papierniczego, metalowego oraz spożywczego — niską siłą korelacji.

Weryfikacja hipotezy 4. dowiodła, iż w 60% sektorów nie stwierdzono korelacji pomiędzy zyskiem z działalności operacyjnej a stopą wypłat dywidendy. W sześciu sektorach, tj. sektorze handlu, informatyki, telekomunikacji, przemyśle lekkiego, metalowego oraz motoryzacyjnego, pomiędzy cechami tego związku wystąpiła korelacja o niskiej sile. W każdym z wyżej wymienionych sektorów wystąpiło dodatnie skorelowanie zmiennych (zob. tabela 2.).

## Tabela 2.

Zestawienie średnich współczynników korelacji rang Spearmana dla poszczególnych hipotez według sektorów w ujęciu dynamicznym

| Sektor/<br>hipoteza | Banki            | Budownictwo | Handel                 | Informatyka | Telekomunikacja | Chemiczny | Drzewno-papierniczy |
|---------------------|------------------|-------------|------------------------|-------------|-----------------|-----------|---------------------|
| 1.                  | 0,485            | (-) 0,043   | 0,283                  | 0,256       | 0,373           | 0,195     | 0,366               |
| 2.                  | 0,855            | 0,600       | 0,857                  | 0,672       | 0,833           | 0,792     | 0,752               |
| 3.                  | 0,631            | 0,551       | 0,714                  | 0,452       | 0,583           | 0,275     | 0,648               |
| 4.                  | 0,062            | 0,090       | 0,262                  | 0,360       | 0,373           | 0,087     | 0,159               |
| 5.                  | —                | 0,283       | (-) 0,080              | 0,452       | 0,373           | 0,157     | 0,080               |
| Sektor/<br>hipoteza | Elektromaszynowy | Lekki       | Materiałów budowlanych | Metalowy    | Motoryzacyjny   | Spożywczy |                     |
| 1.                  | 0,018            | 0,555       | 0,196                  | 0,273       | 0,500           | 0,248     |                     |
| 2.                  | 0,620            | 0,733       | 0,685                  | 0,743       | 1,000           | 0,557     |                     |
| 3.                  | 0,392            | 0,650       | 0,769                  | 0,381       | (-) 0,580       | 0,383     |                     |
| 4.                  | (-) 0,075        | 0,339       | (-) 0,119              | 0,234       | 0,300           | 0,177     |                     |
| 5.                  | (-) 0,027        | 0,575       | (-) 0,160              | 0,003       | (-) 0,417       | 0,243     |                     |

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis — wyniki finansowe spółek giełdowych*, 2000.

Przeprowadzona weryfikacja hipotezy 5. pozwala stwierdzić, iż w połowie sektorów wystąpiło skorelowanie marży zysku operacyjnego i kwoty wypłaconej dywidendy. W trzech sektorach, tj. sektorze informatyki, przemyśle lekkiego oraz motoryzacyjnego, zależność ta cechowała się umiarkowaną siłą, a w sektorze budownictwa, telekomunikacji oraz przemyśle spożywczym — niską. Jedynie w sektorze przemyśle motoryzacyjnym wystąpiło ujemne skorelowanie marży zysku operacyjnego i kwoty wypłaconej dywidendy.

## 2. Wpływ działalności inwestycyjnej na politykę wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie

Działalność inwestycyjną przedsiębiorstwa należy uznać za jeden z podstawowych czynników kształtujących jego potencjał konkurencyjny. Jej realizacja związana jest z ponoszeniem dużego ryzyka inwestycyjnego i wymaga znaczących wydatków. Źródłem tych wydatków jest kapitał samofinansowania oraz zewnętrzne zasilanie przedsiębiorstwa.

Wysokość wydatków inwestycyjnych wpływa na wielkość zysku netto i powoduje z reguły zmniejszenie możliwości rozdysponowania zysku netto na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy. Można zatem sądzić, że wzrost tych wydatków jest przyczyną spadku stopy wypłacanej dywidendy.

Czyniąc to twierdzenie w tej części opracowania zasadniczą hipotezą poddaną weryfikacji empirycznej, warto podkreślić, że rozwiązanie dylematu „inwestycje — dywidenda” ma dla praktyki funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa ogromne znaczenie. Jest to bowiem problem postrzegany na ogół jako kwestia rezydualnej polityki wypłat dywidendy.

Przeprowadzona analiza korelacji, mająca na celu weryfikację tej hipotezy (zob. tabela 3.), dowiodła, iż w ujęciu przestrzennym tylko w sektorze spożywczym występowała umiarkowana zależność między wzrostem wydatków inwestycyjnych a spadkiem udziału wypłacanych dywidend z zysku netto. W tym przypadku średni współczynnik korelacji rang Spearmana wynosił 0,561.

### Tabela 3.

Zestawienie średnich współczynników korelacji rang Spearmana według sektorów dla hipotezy orzekającej, iż wzrostowi wydatków inwestycyjnych towarzyszy spadek udziału wypłaconych dywidend z zysku netto — ujęcie przestrzenne

| Hipoteza/<br>Sektor | Banki     | Budownictwo         | Handel           | Informatyka | Telekomunikacja        | Media     | Ubezpieczenia |           |
|---------------------|-----------|---------------------|------------------|-------------|------------------------|-----------|---------------|-----------|
| 6.                  | 0,120     | 0,097               | 0,217            | (-) 0,059   | 0,007                  | 0,263     | (-) 0,116     |           |
| Hipoteza/<br>Sektor | Chemiczny | Drzewno-papierniczy | Elektromaszynowy | Lekki       | Materiałów budowlanych | Metalowy  | Motoryzacyjny | Spożywczy |
| 6.                  | 0,077     | 0,222               | 0,174            | (-) 0,155   | 0,108                  | (-) 0,173 | (-) 0,296     | 0,561     |

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis — wyniki finansowe spółek giełdowych*, 2000.

W czterech sektorach, tj. w sektorze handlu, mediów, przemysłu drzewno-papierniczego oraz motoryzacyjnego, stwierdzono występowanie niskiej zależności pomiędzy wydatkami z tytułu działalności inwestycyjnej a stopą wypłaconej dywidendy. Jedynie w sektorze motoryzacyjnym stwierdzono wy-



stępowanie w tej grupie spółek ujemnego niskiego skorelowania (-0,296) pomiędzy cechami tego związku. W każdym z pozostałych wymienionych sektorów wystąpiło dodatnie skorelowanie zmiennych.

W pozostałych dziesięciu sektorach wystąpił brak zależności między wzrostem wydatków z tytułu działalności inwestycyjnej a spadkiem udziału wypłaconych dywidend z zysku netto.

Badania przeprowadzone nad weryfikacją tej hipotezy w ujęciu dynamicznym (zob. tabela 4.) wskazują, że tylko w czterech sektorach miało miejsce występowanie zależności między wydatkami inwestycyjnymi a wypłatą dywidendy z zysku netto.

#### Tabela 4.

Zestawienie średnich współczynników korelacji rang Spearmana dla hipotezy orzekającej, że wzrostowi wydatków inwestycyjnych towarzyszy spadek udziału wypłaconych dywidend z zysku netto — według sektorów w ujęciu dynamicznym

| Sektor/<br>hipoteza | Banki            | Budownictwo | Handel                 | Informatyka | Telekomunikacja | Chemiczny | Drzewno-papierniczy |
|---------------------|------------------|-------------|------------------------|-------------|-----------------|-----------|---------------------|
| 6.                  | (-) 0,059        | 0,018       | 0,348                  | (-) 0,053   | (-) 0,200       | 0,158     | (-) 0,230           |
| Sektor/<br>hipoteza | Elektromaszynowy | Lekki       | Materiałów budowlanych | Metalowy    | Motoryzacyjny   | Spożywczy |                     |
| 6.                  | 0,034            | (-) 0,348   | 0,174                  | 0,034       |                 | (-) 0,197 |                     |

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Notoria Serwis — wyniki finansowe spółek giełdowych*, 2000.

Była to zależność niska i ujemna. Jedynie w sektorze handlu zależność ta miała wartość dodatnią (0,348), co oznacza, że wzrostowi wydatków inwestycyjnych towarzyszy spadek udziału wypłaconych dywidend z zysku netto. Tym samym można powiedzieć, że w polskich spółkach notowanych na GPW w Warszawie nie miało miejsca powiązanie polityki wypłat dywidendy z zysku netto z wydatkami inwestycyjnymi.

To powiązanie odnosi się przede wszystkim — jak wykazały badania przeprowadzone przez autorkę we wskazanej w przypisie rozprawie doktorskiej<sup>2</sup> — do związku wypłaty dywidendy z rentownością aktywów i rentownością kapitału własnego. Nie była to jednak zależność znacząca. We wszystkich sektorach (poza sektorem motoryzacyjnym) występujące zależności miały wartości dodatnie. Umiarkowana siła zależności występowała w badanym okresie w sektorze banków, budownictwa, przemysłu lekkiego. Niska siła zależności miała miejsce w sektorze informatyki, chemicznym, drzewnym, elektromaszynowym.

<sup>2</sup> Rozprawa doktorska *Kryteria kształtowania, wyboru i realizacji polityki dywidendy w publicznych spółkach akcyjnych*, Łódź 2001.

nowym i spożywczym. W sektorze motoryzacyjnym zależność ta miała ujemną wartość.

Uwidocznione rezultaty badawcze czynników kształtujących politykę wypłat dywidend w spółkach notowanych na GPW w Warszawie wskazują, iż czynniki te w odmienny sposób wpływają na realizację tej polityki. Bez wątpienia nie należy ich traktować jako najważniejszych determinant polityki wypłat dywidendy. Stanowią one zbiór tylko nielicznych wybranych czynników i przeto nie można na ich podstawie wyciągnąć uogólniających wniosków. Wyniki te są dość zróżnicowane w poszczególnych sektorach i w czasie. Są jednak podstawą dalszych badań i wskazują na potrzebę pogłębiania analizy w wymiarze oceny zindywidualizowanej, odnoszącej się do konkretnych warunków i celów strategicznych działania określonych przedsiębiorstw.