

BOGNA KAŻMIERSKA-JÓZWIAK

bognakaj@uni.lodz.pl

W poszukiwaniu przyczyn inicjowania dywidend

In Search of Reasons Why Firms Begin Paying Regular Cash Dividend

Słowa kluczowe: polityka dywidend; inicjowanie dywidend; teoria sygnalizacji; teoria agencji; teoria cyklu życia

Keywords: dividend policy; dividend initiation; signalling theory; agency theory; life cycle theory

Kod JEL: G35; D35

Wstęp

Problematyka polityki dywidendowej przedsiębiorstw jest zagadnieniem podejmowanym przez naukowców na całym świecie. Badacze proponują i testują różne teorie wyjaśniające zachowania dywidendowe spółek. Do teorii finansów weszło określenie *dividend puzzle* [Black, 1976], które dość trafnie oddaje istotę problematyki dywidendy, opisując ją jako „układankę, której poszczególne części do siebie nie pasują”.

Niniejsze badanie podejmuje problematykę przyczyn, dla których spółki inicjują wypłaty dywidend na rynku polskim. Celem badania jest próba odpowiedzi na pytanie, czy przyczyn inicjowania dywidend można upatrywać w teorii sygnalizacji, teorii kosztów agencji oraz teorii cyklu życia przedsiębiorstwa.

Opracowanie zostało podzielone na trzy części. W części pierwszej został przedstawiony przegląd literatury, w części drugiej omówiono przyjęte w opracowaniu hipotezy i założenia metodologiczne, natomiast w trzeciej są przedstawione wyniki badań i ich analiza. Całość kończy podsumowanie zawierające wnioski końcowe.

1. Przegląd literatury

Jedną z kluczowych teorii wyjaśniających decyzje dywidendowe spółek powiązana jest z koncepcjami znanymi w ekonomii pod pojęciami sygnalizacji i asymetrii informacji, a na obszar finansów zaimplementowali ją Bhattacharya [1979], Miller i Rock [1985] oraz John i Williams [1985].

Główne założenie teorii sygnalizacyjnej dywidend dotyczy faktu planowanego – mimo ponoszenia pewnych kosztów – wykorzystywania dywidend przez spółki w celu wysłania rynkowi określonego sygnału o przyszłych spodziewanych wynikach przedsiębiorstwa. Zgodnie z teorią dywidendy zmniejszają asymetrię informacyjną i stanowią informację przekazywaną przez zarząd i akcjonariuszy większościowych akcjonariuszom mniejszościowym oraz potencjalnym inwestorom [Kowerski, 2011]. Rozpoczęcie płacenia dywidend lub wzrost ich wartości odbierany jest przez rynek jako pozytywny sygnał, mówiący o dobrych perspektywach przedsiębiorstwa, natomiast zaprzestanie lub zmniejszenie ich wartości daje sygnał przeciwny [np. John, Williams, 1985].

Weryfikacja teorii sygnalizacji przez analizę zdarzeń w większości przypadków potwierdza istnienie efektu sygnalizacji [np. Gurgul, 2012]. Jak zauważa Filbeck [2009], mimo że teoria sygnalizacji może nie być wystarczająca do wyjaśnienia istoty dywidendy, to jednak zwraca uwagę na wiele aspektów, które zarządzający powinni brać pod uwagę, podejmując decyzje dywidendowe, aby nie narazić się na radykalne reakcje rynku.

Empiryczne potwierdzenie teorii sygnalizacji przez analizy korelacji między zmianami wartości dywidend a przyszłymi wynikami spółek jest dość ograniczone, istnieje bowiem zarówno potwierdzenie powyższych zależności [np. Nissim, Ziv, 2001], jak i brak takiego potwierdzenia [Benartzi, Michael, Thaler, 1997; Grullon i in., 2005].

Niejako w sprzeczności z teorią sygnalizacyjną stoi teoria oparta na cyklu życia przedsiębiorstwa, wedle której spółka zaczyna wypłacać dywidendę, gdy przechodzi z fazy wzrostu do fazy dojrzałości (tempo wzrostu i rentowność zaczynają spadać).

Wraz z dojrzewaniem przedsiębiorstw, w efekcie rozdzielenia władzy od zarządzania, powstają zwykle problemy agencyjne (teoria agencji). Dywidendy mogą stanowić wówczas narzędzie w rękach inwestorów pozwalające na monitorowanie działań menadżerów, zaś polityka dywidend może pomóc zredukować koszty agencyjne [Grullon i in., 2005]. DeAngelo, De Angelo i Stulz [2006] potwierdzają, że dywidendy wypłacane są przez spółki, które są dojrzałe, z wysoką rentownością i małymi możliwościami inwestycyjnymi. Takie zależności wiązane są z teorią cyklu życia – konflikty agencyjne narastają w spółkach, w których wolne środki przekraczają potrzeby inwestycyjne spółek i wzrasta możliwość ich nieefektywnego alokowania [m.in. DeAngelo, De Angelo, Stulz, 2006].

Konkluzje wynikające z teorii dywidend opartej na cyklu życia spółki są jednoznaczne – spółki dojrzałe, generujące więcej gotówki niż spółka może efektywnie zainwestować, powinny ograniczać zaangażowanie inwestycyjne na rzecz dywidend.

2. Hipotezy, dane, założenia metodologiczne

Głównym celem badania jest analiza przyczyn inicjowania dywidend w nawiązaniu do teorii sygnalizacji oraz teorii agencji w powiązaniu z teorią cyklu życia. Badaniem objęto grupę niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, które zainicjowały wypłaty dywidend w latach 2009–2013. Z populacji 44 spółek wykluczono te, których historia notowania była krótsza niż 3 lata (zgodnie z metodologią Farghera i Weighanda [2009]). Ostatecznie stworzono bazę danych dla 27 podmiotów.

Dla realizacji celu opracowania postawiono dwie hipotezy badawcze:

H1: Spółki podejmujące decyzję o zainicjowaniu wypłacania dywidend są spółkami dojrzałymi (charakteryzuje je m.in. spadek rentowności i zadłużenia, redukcja nakładów inwestycyjnych, wzrost poziomu gotówki).

H2: Rynek odbiera pozytywnie informację o zainicjowaniu wypłacania dywidendy przez spółki.

Charakterystykę spółek inicjujących dywidendy przeprowadzono zgodnie z przyjętą metodologią, w podziale na trzy okresy – rok przed zainicjowaniem dywidend, rok zdarzenia oraz rok następny, analizując:

- rentowność w oparciu o wskaźnik rentowności aktywów (ROA),
- poziom zadłużenia długoterminowego – relacja wartości zadłużenia długoterminowego do wartości aktywów ogółem,
- wartości spółek – wartość rynkową (kapitalizację rynkową na koniec danego roku) i wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej.

Następnie przeanalizowano zmiany wartości (średnie oraz mediany) wielkości finansowych charakteryzujących spółki w 3-letnim okresie przed i 3-letnim okresie po roku, w którym zainicjowano wypłaty dywidend. Z uwagi na fakt, iż złamane są założenia dla przeprowadzenia testu t-Studenta dla powyższych prób zależnych, dla zbadania, czy istnieją różnice w rozkładach zmiennych w kolejnych latach przed i po zdarzeniu, zastosowano nieparametryczny test Wilcoxon. Hipotezy sformułowano następująco: H0: nie ma istotnej różnicy w rozkładach zmiennych wobec H1: rozkłady zmiennych różnią się istotnie.

Badaniu poddano:

- rentowność spółki mierzona wskaźnikiem rentowności aktywów – ROA,
- wartość posiadanej gotówki i krótkoterminowych aktywów finansowych w relacji do aktywów ogółem – Cash,
- wartość wydatków inwestycyjnych spółki w relacji do aktywów ogółem – Capex,
- wartość zadłużenia długoterminowego spółki w relacji do aktywów ogółem – Debt.

Ponadto, w oparciu o analizę zdarzeń (*event study*), zbadano, czy fakt ogłoszenia decyzji o wypłacie dywidendy miał wpływ na cenę rynkową akcji. W badaniu zastosowano miernik ACAR (*Average Cumulated Abnormal Returns*), który w polskiej

literaturze jest tłumaczony dość różnorodnie (np. średnia skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu [Czerwona, 2010]). W niniejszym opracowaniu przyjęto określenie „średnia skumulowanych zwykłych stóp zwrotu” [Gurgul, 2012]. Pod pojęciem zdarzenia [szerzej: Gurgul, 2012] definiuje się podanie do publicznej wiadomości informacji o planowanej wypłacie dywidendy.

Zgodnie z metodologią Farghera i Weighanda [2009] ocenę reakcji rynku kapitałowego na ogłoszenie informacji o zainicjowaniu wypłacania dywidendy przeprowadzono dla:

- krótkiego, 3-dniowego okna zdarzenia (dzień przed ogłoszeniem informacji, dzień ogłoszenia oraz dzień następny),
- długich okien zdarzenia obejmujących dwa okresy:
 - od 36. miesiąca do 1. miesiąca przed ogłoszeniem informacji,
 - od 1. miesiąca do 36. miesiąca po ogłoszeniu informacji o wypłacie dywidendy.

W przypadku krótkiego okna zdarzenia bazowano na danych dziennych, natomiast w przypadku długich okien – na danych miesięcznych.

Zwykłe stopy zwrotu obliczono według wzoru:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

gdzie:

R_{it} – stopa zwrotu z akcji firmy i w dniu t

R_{mt} – stopa zwrotu z portfela rynkowego (indeksu rynkowego WIG) w dniu t

Do oceny reakcji rynku kapitałowego na informację o zdarzeniu wykorzystano średnią skumulowanych zwykłych stóp zwrotu ACAR:

$$ACAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{iT}$$

gdzie:

CAR_{iT} – skumulowana zwykła stopa zwrotu (*cumulative abnormal returns*) z akcji i osiągnięta w okresie T , liczona jako:

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

gdzie:

AR_{it} – zwykła stopa zwrotu z akcji i w dniu t

Dane finansowe (wyrażone w cenach bieżących) pozyskano z bazy Thomson Reuters. Wszystkie analizy statystyczne przeprowadzono z wykorzystaniem oprogramowania Statistica.

3. Wyniki badania

W latach 2009–2013 decyzję o zainicjowaniu wypłaty dywidend podjęły 44 niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie, jednak biorąc do dalszej analizy te, które podlegały notowaniu przez okres co najmniej 3 lat przed zdarzeniem, uzyskano populację 27 podmiotów (tab. 1).

Tab. 1. Dane dotyczące liczby spółek inicjujących wypłaty dywidend w latach 2009–2013

| Rok | Liczba spółek inicjujących dywidendę w danym roku | Liczba spółek przyjętych do badania |
|------|---|-------------------------------------|
| 2009 | 8 | 5 |
| 2010 | 7 | 4 |
| 2011 | 10 | 6 |
| 2012 | 14 | 8 |
| 2013 | 5 | 4 |
| Suma | 44 | 27 |

Źródło: opracowanie własne.

Analizując statystyki opisowe badanej populacji spółek (tab. 2), należy zauważyć, że są one dość zróżnicowane, zwłaszcza pod względem wyceny rynkowej. Zasadne byłoby przeprowadzenie analizy nie tylko dla całego zbioru, ale też w podziale na kwartyle ze względu na wartość przedsiębiorstwa, lecz ograniczeniem jest tu niewielka liczebność.

Tab. 2. Statystyki opisowe

| | Rok (-1) | Rok (0) | Rok (+1) |
|------------------------|--------------------------|-----------|-----------|
| | ROA (%) | | |
| Średnia | 7,34 | 8,20 | 8,45 |
| Mediana | 5,22 | 6,35 | 5,59 |
| Odchylenie standardowe | 4,34 | 5,44 | 4,55 |
| | Wskaźnik zadłużenia (%) | | |
| Średnia | 17,03 | 16,59 | 13,86 |
| Mediana | 14,41 | 14,52 | 11,85 |
| Odchylenie standardowe | 15,74 | 14,58 | 12,31 |
| | Wycena rynkowa (mln PLN) | | |
| Średnia | 620 288 | 862 442 | 945 279 |
| Mediana | 110 153 | 188 602 | 226 186 |
| Odchylenie standardowe | 1 104 417 | 1 689 778 | 1 867 507 |
| | MV/BV | | |
| Średnia | 1,51 | 1,31 | 1,69 |
| Mediana | 1,28 | 1,13 | 1,35 |
| Odchylenie standardowe | 0,88 | 0,75 | 0,97 |

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 3–6 przedstawiają zmiany wartości analizowanych wskaźników (ROA, Debt, Capex, Cash) w okresie badawczym oraz wyniki testu Wilcoxon.

Wyniki badania wskazują, że zarówno wartość średnia, jak i mediana wskaźnika ROA wzrasta w okresie przed zdarzeniem (tab. 3). Po roku 0 następuje nieznaczny spadek wyników spółki, mierzonych rentownością. Podobne wyniki uzyskali Grullon, Michaelly i Swaminathan [2002] oraz Fargher i Weighand [2009]. Wynik testu Wilcoxona nie potwierdza statystycznie istotnej różnicy w uzyskanych w badaniu rozkładach zmiennych.

Tab. 3. Zmiany ROA (%) przed i po ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu dywidend

| Rok | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|----------------|------|------|-------|----------------------------|------|------|----------------------------|
| N ważnych | 27 | 26 | 26 | 27 | 27 | 27 | 25 |
| Średnia | 6,36 | 5,60 | 7,33 | 8,20 | 7,45 | 6,54 | 7,43 |
| Mediana | 4,5 | 5,2 | 5,23% | 6,35 | 5,59 | 5,94 | 7,03 |
| Test Wilcoxona | | | | Z=1,56 p=0,1183 N=27 | | | Z=0,57 p=0,5629 N=25 |

Wyniki pierwszej statystyki dotyczą rozkładu zmiennych w roku (-3) oraz roku (0), wyniki drugiej – rozkładów zmiennych w roku (0) oraz roku (+3).

Źródło: opracowanie własne.

Dane dotyczące wskaźnika Debt (tab. 4) wskazują na nieznaczny spadek zarówno średniej, jak i mediany analizowanego wskaźnika przed zainicjowaniem dywidend; w kolejnych dwóch latach trend się utrzymuje, jednak w trzecim roku po zdarzeniu wartość wskaźnika powraca do wielkości z roku zdarzenia. Ograniczanie zadłużenia spółek (mniejsze potrzeby finansowe) mogłoby świadczyć o ich dojrzeniu, jednak brak statystycznego potwierdzenia różnicy w rozkładach zmiennych ogranicza takie wnioskowanie.

Tab. 4. Zmiany Debt (%) przed i po ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu dywidend

| Rok | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|----------------|-------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|----------------------------|
| N ważnych | 28 | 27 | 28 | 28 | 28 | 28 | 25 |
| Średnia | 19,03 | 19,02 | 17,04 | 16,59 | 13,87 | 14,56 | 16,67 |
| Mediana | 15,86 | 14,18 | 14,41 | 14,52 | 11,85 | 13,45 | 15,01 |
| Test Wilcoxona | | | | Z=0,91 p=0,3612 N=27 | | | Z=0,11 p=0,9090 N=24 |

Wyniki pierwszej statystyki dotyczą rozkładu zmiennych w roku (-3) oraz roku (0), wyniki drugiej – rozkładów zmiennych w roku (0) oraz roku (+3).

Źródło: opracowanie własne.

Analiza zmian wartości wskaźnika Capex (tab. 5) wskazuje na spadek i średniej, i mediany w okresie przed zainicjowaniem wypłaty dywidend. Duży spadek zaobserwowano w pierwszym roku przed zdarzeniem. W ostatnim roku analizy odno-

towano wzrost wartości wskaźnika. Ograniczanie wydatków inwestycyjnych może świadczyć o przechodzeniu spółek z fazy wzrostu do fazy dojrzałości. Co istotne, wynik testu Wilcoxon dla rozkładu zmiennych w roku trzecim przed zainicjowaniem dywidendy i roku zdarzenia potwierdza statystyczną istotność różnicy w rozkładach analizowanych zmiennych (jedyne wyniki testu potwierdzone statystycznie).

Tab. 5. Zmiany Capex (%) przed i po ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu dywidend

| Rok | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|---------------|-------|-------|------|-----------------------------|------|------|----------------------------|
| N ważnych | 27 | 26 | 26 | 28 | 28 | 28 | 25 |
| Średnia | 11,18 | 10,55 | 5,27 | 5,71 | 5,39 | 4,87 | 6,30 |
| Mediana | 6,88 | 7,98 | 3,90 | 2,73 | 4,51 | 3,52 | 5,01 |
| Test Wilcoxon | | | | Z=2,40 p=0,0163* N=26 | | | Z=0,25 p=0,7982 N=25 |

Wyniki pierwszej statystyki dotyczą rozkładu zmiennych w roku (-3) oraz roku (0), wyniki drugiej – rozkładów zmiennych w roku (0) oraz roku (+3).

*p<0,05; **p<0,01

Źródło: opracowanie własne.

Dane opisujące zmiany wartości wskaźnika Cash (tab. 6) w zasadzie nie wykazują określonego trendu. Wartość wskaźnika Cash w roku zainicjowania dywidendy jest niemal taka sama, jak w roku trzecim przed zdarzeniem, przy czym test Wilcoxon nie potwierdza istotnych różnic w rozkładach zmiennych w roku trzecim przed zdarzeniem i w roku zdarzenia, podobnie dla rozkładu zmiennych w roku zdarzenia i 3 lata później.

Tab. 6. Zmiany Cash (%) przed i po ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu dywidend

| Rok | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 | 3 |
|---------------|-------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|----------------------------|
| N ważnych | 28 | 27 | 28 | 28 | 28 | 28 | 25 |
| Średnia | 12,18 | 10,36 | 13,04 | 12,22 | 12,35 | 12,33 | 9,74 |
| Mediana | 10,60 | 8,52 | 11,57 | 9,73 | 8,46 | 9,37 | 7,44 |
| Test Wilcoxon | | | | Z=0,136 p=0,891 N=28 | | | Z=0,713 p=0,476 N=25 |

Wyniki pierwszej statystyki dotyczą rozkładu zmiennych w roku (-3) oraz roku (0), wyniki drugiej – rozkładów zmiennych w roku (0) oraz roku (+3).

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 7 przedstawia wartości średnich skumulowanych nadzwyczajnych dziennych stóp zwrotu ACAR (-1;+1) dla 3-dniowego okna wokół dnia zdarzenia oraz wartości średnich skumulowanych nadzwyczajnych miesięcznych stóp zwrotu dla okresów od 36. miesiąca do 1. miesiąca przed zdarzeniem – ACAR (-36; -1), a tak-

że od 1. miesiąca do 36. miesiąca po zdarzeniu – ACAR (1; 36) oraz wyniki testu t-Studenta, za pomocą którego zbadano, czy podane średnie wielkości są różne od zera w sposób istotny statystycznie.

Tab. 7. Wartości średnich skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu ACAR(-1; +1), wartości średnich skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu ACAR (-36; -1) oraz ACAR (+1; +36)

| ACAR (-1;1) | ACAR (-36;-1) | ACAR (1;36) |
|-------------|---------------|-------------|
| 1,36% | 10,93% | 18,85% |
| (t=1,41301) | (t=0,7305) | (t=1,607) |
| p=0,1787) | p=0,7305) | p=0,1199) |

Wyniki testu t-Studenta oraz wartość prawdopodobieństwa przedstawiono w nawiasach.

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z badania, średnia wartość ACAR (-1; 1) wyniosła 1,36%, co świadczy o pozytywnej reakcji rynku na ogłoszenie informacji o zainicjowaniu dywidend, jednak wynik nie jest istotny statystycznie. W badaniach spółek amerykańskich Fargher i Weighand [2009] uzyskali dla 3-dniowego okna zdarzenia stopę zwrotu na poziomie 3,5%, podobnie Michaely, Thaler i Womack [1995].

Wartości nadzwyczajnych stóp zwrotu dla okresów długich wynoszą odpowiednio: ACAR (-36; -1)=10,93%, ACAR (1; 36)=18,85%. Wynik *ex post* sugeruje, że analizowane spółki inicjujące dywidendy pozwoliły na zrealizowanie niemal dwukrotnie wyższej nadzwyczajnej stopy zwrotu w okresie 3 lat po zdarzeniu w stosunku do okresu sprzed zdarzenia. Można zatem wnioskować, że spółki znajdowały się nadal w fazie wzrostu. Należy przy tym zauważyć, że analizowane wartości ACAR (-36; -1) oraz ACAR (1; 36) nie są istotne statystycznie.

Wynik, który otrzymano dla okresu sprzed zdarzenia, jest zbliżony do wyniku rezultatów Farghera i Weighanda [2009], którzy uzyskali dla populacji 594 amerykańskich spółek inicjujących dywidendy wartość 10,51%. Dla okresu 3-letniego po zdarzeniu autorzy uzyskali wartość ujemną, lecz nie była ona istotna statystycznie. Wynik zbliżony do otrzymanego w niniejszym badaniu otrzymali Michaely, Thaler i Womack [1995] – jest to około 25%.

Podsumowanie

Główny problem badawczy postawiony w badaniu dotyczył przyczyn inicjowania przez spółki wypłat dywidend. Analizy prowadzono w kontekście teorii sygnalizacji, teorii agencji oraz teorii cyklu życia. Badanie przeprowadzono na populacji niefinansowych spółek inicjujących wypłaty dywidend w latach 2009–2013 i notowanych na GPW w Warszawie przez co najmniej 3 lata przed zdarzeniem. W związku z tak przyjętymi założeniami uzyskano populację o niewielkiej liczebności, co stanowi o ograniczeniach badania.

Biorąc pod uwagę statystyczną istotność przeprowadzonych testów, wyniki badania pozwalają jedynie na potwierdzenie ograniczania wydatków inwestycyjnych badanej populacji w okresie przed zainicjowaniem dywidend, co może sugerować przechodzenie spółek z fazy wzrostu do fazy dojrzałości. Zgodnie z teorią agencji narastają wówczas problemy i koszty agencyjne, które można zredukować przez wypłaty dywidend.

Z uwagi na brak potwierdzenia statystycznej istotności innych badanych parametrów uznano, że nie ma podstaw do postawienia jednoznacznych wniosków dotyczących przyczyn inicjowania dywidend badanej populacji i stwierdzono, że są konieczne dalsze badania w tym obszarze.

Bibliografia

- Bhattacharaya S., *Imperfect Information, dividend policy and "the bird in the hand" fallacy*, "Bell Journal of Economics" 1979, No. 10.
- Benartzi S., Michael R., Thaler R.H., *Do changes in dividends signal the future or the past?*, "Journal of Finance" 1997, Vol. 52, DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02723.x>.
- Black F., *The dividend puzzle*, "The Journal of Portfolio Management" 1976, Vol. 2.
- Czerwonka L., *Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia” 2010, z. 34.
- De Angelo H., De Angelo L., Stulz R.M., *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: Attest of the life cycle theory*, "Journal of Financial Economics" 2006, Vol. 81.
- Fargher N., Weighand R.A., *Why Firms Begin Paying Dividends: Value, Growth and Life Cycle Effects*, [w:] H.K. Baker (ed.), *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley&Sons Inc., New Jersey 2009.
- Filbeck G., *Asymmetric Information and Signaling Theory*, [w:] H.K. Baker (ed.), *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley&Sons Inc., New Jersey 2009.
- Grullon G., Michaely R., Benartzi S., Thaler R.H., *Dividend changes do not signal changes in future profitability*, "Journal of Business" 2005, Vol. 78, DOI: <https://doi.org/10.1086/431438>.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B., *Are dividend changes a sign of firm maturity?*, "Journal of Business" 2002, Vol. 75, DOI: <https://doi.org/10.1086/339889>.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.
- John K., Williams J., *Dividends, dilution and taxes: A signaling equilibrium*, "Journal of Finance" 1985, Vol. 40, DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>.
- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość 2011.
- Michaely R., Thaler R.H., Womack K.L., *Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?*, "The Journal of Finance" 1995, Vol. 50(2).
- Miller M.H., Rock K., *Dividend policy under asymmetric information*, "Journal of Finance" 1985, Vol. 40, DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>.
- Nissim D., Ziv A., *Dividend Changes and Future Profitability*, "Journal of Finance" 2001, Vol. 56.

In Search of Reasons Why Firms Begin Paying Regular Cash Dividend

The research analyses dividend initiations and the reasons why firms begin paying regular cash dividend to shareholders in the context of signaling theory, agency theory, and life cycle theory. The research was conducted on the population of non-financial companies initiating dividends payments in the years 2009–2013 and listed on the Warsaw Stock Exchange at least 3 years before the event. Due to such assumptions, a small number of the population (27 firms) was obtained, which affects a limitation of the study. The study does not show statistically significant results of the analysis, therefore, we are not able to indicate the reasons why Polish nonfinancial firms did begin regular cash dividends in the years 2009–2013. We assume the necessity of further research in this area.

W poszukiwaniu przyczyn inicjowania wypłat dywidend

Główny problem badawczy postawiony w opracowaniu dotyczył przyczyn inicjowania przez spółki wypłat dywidend. Analizy prowadzono w kontekście teorii sygnalizacji, teorii agencji i teorii cyklu życia. Badanie przeprowadzono na populacji niefinansowych spółek inicjujących wypłaty dywidend w latach 2009–2013 i notowanych na GPW w Warszawie co najmniej przez 3 lata przed zdarzeniem. W związku z tak przyjętymi założeniami uzyskano populację 27 spółek – niewielka liczebność stanowi o ograniczeniach badania. Z uwagi na brak potwierdzenia statystycznej istotności przeprowadzonych analiz uznano, że nie ma podstaw do wyciągnięcia jednoznacznych wniosków dotyczących przyczyn inicjowania wypłat dywidend, uznając, iż są konieczne dalsze badania w tym obszarze.