

Gabriela Łukasik
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Joanna Blach
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Polityka dywidendy spółek kapitałowych w warunkach konfliktowych oczekiwań interesariuszy

DIVIDEND POLICY AND STAKEHOLDERS' CONFLICTING EXPECTATIONS

Polityka dywidendy związana jest ze sposobem podziału wygospodarowanego zysku netto i ustaleniem wzajemnych proporcji środków przeznaczonych dla właścicieli i reinwestowanych w przedsiębiorstwie. Problem ten szeroko podejmowany w literaturze tematu dotyczy głównie modeli realizacji polityki dywidendy i ich związku z wartością przedsiębiorstwa. W artykule przedstawiono elementy polityki dywidendy w warunkach konfliktów interesów, z uwzględnieniem założeń teorii i doświadczeń praktyki gospodarczej. Jego celem jest określenie w jakim stopniu i zakresie konflikty pomiędzy różnymi grupami interesów decydują o realizacji polityki dywidendy. Studia teoretyczne umożliwiły wskazanie obszarów występowania konfliktów interesów w przedsiębiorstwie związanych z realizacją polityki dywidendy. Badania empiryczne przeprowadzone na wybranych spółkach indeksu WIG30 pozwoliły na identyfikację czynników, które mogą być istotne dla ograniczania konfliktów interesów w przedsiębiorstwie, w tym tych związanych z realizowaną polityką dywidendy.

Słowa kluczowe: podział zysku, polityka dywidendy, konflikty interesów, interesariusze przedsiębiorstwa.

Wstęp

Polityka dywidendy związana ze sposobem podziału wygospodarowanego zysku netto (lub zatrzymanego w poprzednich okresach) i ustaleniem wzajemnych proporcji środków przeznaczonych dla właścicieli (z różną formą ich partycypacji) i reinwestowanych należy do podstawowych problemów decyzyjnych spółek kapitałowych. Problem ten szeroko podejmowany w literaturze tematu dotyczy głównie modeli realizacji polityki dywidendy i ich związku z wartością przedsiębiorstwa. W rozważaniach przyjmuje się najczęściej racjonalne zachowania akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów, którzy dysponują szerokim zakresem informacji a ceny akcji w pełni odpowiadają rzeczywistym dokonaniom i fundamentalnym podstawom spółek kapitałowych. Takie ujęcie nie przewiduje możliwości konfliktowych oczekiwań różnych podmiotów, zakładając pełną zbieżność ich celów i interesów. W artykule przedstawiono elementy polityki dywidendy w warunkach konfliktów interesów, z uwzględnieniem założeń teorii i doświadczeń praktyki gospodarczej. Jego celem jest określenie w jakim stopniu i zakresie konflikty pomiędzy różnymi grupami interesów

decydują o realizacji polityki dywidendy w przedsiębiorstwie. W pracy postawiono następujące tezy:

- konflikty interesów decydują o możliwości realizacji optymalnej polityki dywidendy przedsiębiorstwa,
- ograniczenie konfliktu interesów może pozytywnie wpłynąć na poprawę pozycji konkurencyjnej spółek na rynku kapitałowym,
- prawidłowa ocena związku konfliktu interesów z realizacją polityki dywidendy wymaga wyboru i analizy istotnych parametrów decyzyjnych.

W związku z postawionymi tezami przeprowadzono studia teoretyczne ukierunkowane na identyfikację obszarów występowania konfliktów interesów w przedsiębiorstwie związanych z realizowaną polityką dywidendy. Wyniki studiów teoretycznych uzupełniono analizą parametrów ilustrujących politykę dywidendy wybranych spółek giełdowych z uwzględnieniem czynników ograniczających występowanie konfliktów interesów w przedsiębiorstwie. Przeprowadzone badania pozwoliły na wyróżnienie istotnych czynników decydujących o konfliktach interesów i ich związku z realizowaną polityką dywidendy przedsiębiorstwa.

Przesłanki i konsekwencje konfliktu interesów w współczesnej teorii finansów

Współczesne teorie finansów przedsiębiorstwa coraz częściej uznają, że zachowania podmiotów gospodarczych oraz cechy współczesnego rynku kapitałowego jako rynku niedoskonałego (nieefektywnego) wymuszają nowe spojrzenie na podejmowanie decyzji z uwzględnieniem konfliktowych oczekiwań różnych grup interesariuszy. Przedsiębiorstwo postrzegane jest często jako koalicja uczestników o konfliktowych oczekiwaniach¹.

Główne płaszczyzny konfliktu interesów obejmują relacje: właściciele – menedżerowie (zarząd), właściciele – wierzyciele, właściciele większościowi i mniejszościowi, akcjonariusze – potencjalni inwestorzy z różnym traktowaniem istotności informacji o dokonaniach przedsiębiorstwa (w tym polityki dywidendy) dla ich wyborów. Behawioralne podejście do finansów przedsiębiorstwa wyróżnia różny stopień racjonalności inwestorów i menedżerów (nieracjonalni - racjonalni inwestorzy, nieracjonalni – racjonalni menedżerowie), co wpływa również na realizację polityki dywidendy². Dodatkowo podnosi się problem społecznej odpowiedzialności biznesu, która wymusza uwzględnienie w decyzjach inwestorów szeroko rozumianej społeczności lokalnej, co nie zawsze odpowiada oczekiwaniom właścicieli i zarządu.

Do głównych przesłanek konfliktu interesów można zaliczyć³:

- zróżnicowany dostęp do informacji i związana z tym asymetria informacji (występowanie negatywnej selekcji i tzw. pokusy nadużycia)⁴,

¹ K. Mamcarz: Inwestorski marketing mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami. C.H. BECK, Warszawa 2012, s.11.

²J. Gajdka: Behawioralne, finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia, koncepcje. WYD. UNIwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 119-163.

³G. Łukasik G.: Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw. WYD. UNIwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010, s. 36.

- oddzielenie własności od funkcji zarządzania i związany z tym problem agencji i kosztów agencji⁵,
- różny poziom akceptowanego ryzyka przez poszczególne grupy interesów (różna skłonność do ryzyka),
- behawioralne mechanizmy zakłócające racjonalne postępowanie uczestników rynku i racjonalną wycenę aktywów,
- występowanie pierwszorzędnych i drugorzędnych grup inwestorów (inwestorzy strategiczni, inwestorzy mniejszościowi), jako konsekwencji wyboru struktury własnościowej (rozproszenie lub koncentracja ośrodków decyzyjnych).

Występowanie konfliktu interesów może decydować o⁶:

- poziomie przyjętej dźwigni finansowej, niedostosowanej do ryzyka operacyjnego i faktycznej zdolności pożyczkowej przedsiębiorstwa,
- wyborze nieoptymalnej struktury kapitału,
- nieefektywnym podziale ryzyka pomiędzy uczestników rynku, decydujących o ich oczekiwanej stopie zwrotu (a tym samym koszcie kapitału),
- wyborze struktury i instrumentów pozyskiwania kapitału, w powiązaniu z wyborem zakresu samofinansowania,
- sposobie gospodarowania wolnymi przepływami pieniężnymi (i związanej z tym polityki dywidendy),
- różnicy między wartością ekonomiczną i rynkową z różną oceną przez inwestorów wewnętrznej wartości akcji.

Wyróżnić należy szczególnie konsekwencje teorii agencji (konfliktów agencyjnych) i związanej z tym asymetrii informacji. Konflikty z tym związane mogą wpływać na wybory w obszarze alokacji kapitału powodując niedoinwestowanie, przeinwestowanie, różną czasowo strukturę inwestycji czy też niewłaściwy dobór parametrów i metod oceny efektywności (niewłaściwa ocena przepływów pieniężnych, szacunki kosztu kapitału).

Problem konfliktu interesów ma więc szeroki zakres, wykraczający poza obszar związany z polityką dywidendy, stanowiący przedmiot artykułu. Polityka dywidendy może być w tych warunkach zarówno źródłem konfliktów, jak i szansą ograniczenia negatywnych jego konsekwencji.

⁴H. Leland & D. Pyle: Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32(2)/1977, s. 371-387; M. Brennan & A. Kraus: Efficient Financing Under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 42/1987, s. 1225-1243.

⁵E. Rychłowska-Musiał: Koszty agencji i optymalna struktura kapitału firmy w warunkach rozdzielania własności i kontroli. *Ekonomista* 4/2008, s. 499-521.

⁶G. Łukasik: Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa. H. Mamcarz (red.) *Rynki finansowe*. WYD. UNIwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 300-305; G. Łukasik & J. Błach: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*. WYD. UNIwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2016, s. 16.

Konflikty interesów w obszarze polityki dywidendy – ujęcie teoretyczne

Zagadnienia w obszarze polityki dywidendy są przedmiotem zainteresowania licznych stanowisk teoretycznych i badań empirycznych rozwijanych od połowy XX wieku⁷, a ich złożoność oddaje dobrze termin „zagadki (łamiągówki) dywidendowej” (*Dividend Puzzle*) sformułowany przez F. Black’a w 1976 roku⁸. Jednak konflikty interesów wymagają nowego spojrzenia na problem optymalnej polityki dywidendy, która: z jednej strony powinna zapewnić równowagę między bieżącą kwotą dywidendy a przyszłym wzrostem zysku kapitałowego, wynikającym m.in. z przewidywanej strategii rozwoju przedsiębiorstwa, z drugiej - ważna jest spójność oczekiwań wszystkich grup interesariuszy.

Polityka dywidendy nie może więc mieć charakteru autonomicznego, ważne jest uwzględnienie zarówno potrzeb kapitałowych, jak i indywidualnych interesów w różnym stopniu akceptujących ogólną tendencję rozwoju przedsiębiorstwa. Problemem są również odmienne oczekiwania różnych grup interesów⁹, co do sposobu realizacji polityki transferu korzyści dla właścicieli oraz zgodność (lub jej brak) tożsamości zysków kapitałowych i dywidendy w ocenie właścicieli.

Menedżerowie w swoich ocenach kierują się potrzebami kapitałowymi przedsiębiorstwa, przyjętą strategią rozwoju, wyborem struktury kapitału z różnym udziałem kapitału własnego i pożyczkowego, optymalizacją kosztu kapitału i zabezpieczeniem długoterminowej płynności finansowej. Nie bez znaczenia jest również dążenie zarządu do ochrony swojej pozycji w spółce i realizacji własnych interesów¹⁰. Zakres problemów związanych z oczekiwaniami zarządu wynika również ze specyficznych cech sfery realnej przedsiębiorstwa, w tym głównie etapu jego rozwoju,

⁷ Miller i Modigliani w warunkach rynku doskonałego sformułowali teorię nieistotności dywidendy (*Dividend Irrelevance Theory*) Por. M.H. Miller & F. Modigliani: Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34/1961, s. 411-433. Na pozytywny związek wypłat dywidendy i wartości przedsiębiorstwa wskazuje teoria prodywidendowa nazywana teorią „wróbla w garści” (*Bird-In-The-Hand Theory*). Stanowisko takie prezentują m.in.: M.J. Gordon & E. Shapiro: Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science* 3/1956, s. 102-10; J. Lintner: The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review* 46/1956, s. 97-113. Przeciwnie stanowisko prezentuje szkoła antydywidendowa podkreślająca znaczenie opodatkowania dywidendy dla preferencji inwestorów oczekujących decyzji o zatrzymaniu zysku i reinwestycji dywidendy w rozwój przedsiębiorstwa. Por. E. Talmor & S. Titman: Taxes and dividend policy. *Financial Management* 19(2)/1990, s. 32-35.

Inne stanowiska teoretyczne odnoszą się m.in. do efektu klienteli, zawartości informacyjnej dywidendy, cyklu życia przedsiębiorstwa czy cateringowej roli dywidendy. Por. R. Pettit: Dividend announcements, security performance, and capital market Efficiency. *Journal of Finance* 27/1972, s. 993-1007; M. Baker & J. Wurgler: A catering theory of dividends. *Journal of Finance* 59/2004, s. 1125-65; F. Allen, A. Bernardo & I. Welch: A theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance* 55/2000, s. 2499-2536; H. Deangelo, L. Deangelo & R. Stulz: Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81/2006, s. 227-54.

⁸ F. Black: The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2/1976, s. 5-8.

⁹ B. Cornell B. & A.C. Shapiro: Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial Management* Spring 1987, s. 5-14.

¹⁰ M. Jensen & W. Meckling: The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3/1976, s. 305-360.

struktury aktywów, pozycji rynkowej, wielkości i stabilności osiągniętych zysków i przepływów pieniężnych.

Inwestorzy i aktualni akcjonariusze w różnym stopniu będą identyfikować się z celami przedsiębiorstwa, z różną akceptacją strategii przyjętej przez zarząd. Powoduje to optymistyczne lub pesymistyczne oceny wypłaty dywidendy, co decyduje o zmienności wartości rynkowej i wskazuje, że ta grupa interesariuszy nie ma charakteru jednorodnego. Jedni uznają, że wypłata dywidendy wskazuje na silną pozycję ekonomiczną spółki, drudzy taką decyzję traktują jako informację o ograniczonych perspektywach rozwojowych przedsiębiorstwa (pojemność informacyjna dywidend).

Spółka wybierając określoną politykę dywidendy przyciąga odpowiednią grupę inwestorów, którym polityka ta odpowiada (tzw. efekt klienteli)¹¹. Nieoczekiwana zmiana polityki dywidendy przedsiębiorstwa będzie więc powodować zmiany w strukturze akcjonariatu, co może prowadzić do spadku cen akcji i obniżenia wartości rynkowej. W ocenie inwestorów o bieżącej cenie akcji decyduje zaktualizowana (zdyskontowana) wartość dwóch strumieni: przyszłej dywidendy i zysków kapitałowych, gdzie stopa dyskontowa wyraża ryzyko uzyskania spodziewanych korzyści z tytułu posiadanych akcji.

Odrębnym problemem decydującym o wymuszonych wypłatach dywidendy i pogłębianiu konfliktu interesów może być struktura własnościowa spółki, tj. udział Skarbu Państwa uznający interesy publiczne jako wiodące, decydujące o transferze zysku do budżetu państwa, czy też zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych o własnych preferencjach, posiadających szerszą wiedzę m.in. o tendencjach zmian na rynku kapitałowym.

W warunkach wyboru określonej strategii rozwoju przedsiębiorstwa wymagającej realizacji określonego portfela projektów inwestycyjnych różne mogą być oczekiwania właścicieli (inwestorów) w zakresie spodziewanej polityki dywidendy:

- właściciele mogą oczekiwać wypłaty dywidendy, bez oceny przewidywanych projektów inwestycyjnych, ich efektywności i budżetów kapitałowych (krótkoterminowe oczekiwania),
- właściciele oczekują wypłaty dywidendy, nie akceptując programu rozwojowego przedsiębiorstwa i nie wyrażając zgody na przeznaczenie wolnych środków pieniężnych na ich finansowanie, z przekonaniem braku zysków kapitałowych w przyszłości (pesymistyczna ocena strategii rozwoju),
- właściciele w pełni akceptują program rozwoju i wykorzystanie wewnętrznych źródeł w ich finansowaniu (zysków zatrzymanych) z ewentualnym wyborem realizacji dywidendy w systemie polityki rezydualnej.

Wierzyciele traktują politykę dywidendy jako działania mogące ograniczyć (zmienić) zdolność pożyczkową przedsiębiorstwa, szanse i możliwości realizacji zobowiązań w przyszłości, z różnym zabezpieczeniem bezpieczeństwa pożyczkodawców. Mogą obawiać się pogorszenia długoterminowej płynności, niedostatecznego zabezpieczenia ich interesów, co nierzadko jest powodem uzupełnienia treści umów zobowiązaniowych i wprowadzenia tzw. kowenantów ograniczających

¹¹ R. Pettit: Taxes, Transactions Costs, and the Clientele Effect of Dividends. Journal of Financial Economics December 1977, s. 419 – 436.

wypłatę wygospodarowanych zysków właścicielom np. ustalenie w umowie pożyczkowej, że dywidenda wypłacana będzie wyłącznie z zysków powstałych w okresie po zaciągnięciu zobowiązań (*restrictive covenants*)¹².

Nierzadko zwraca się jednak uwagę, że wprowadzenie kapitału pożyczkowego do źródeł finansowania może zwiększyć zakres zewnętrznej kontroli działań przedsiębiorstwa, co wpływa dyscyplinująco na menedżerów¹³. Płatności związane z obsługą i spłatą długu zmniejszają wolne środki pieniężne pozostające do dyspozycji zarządu, ograniczając zarówno wypłatę zysku i swobodę dysponowania nimi przez menedżerów, jak i ograniczając koszty agencji¹⁴. Nie bez znaczenia jest również ocena i porównanie kosztów zysków zatrzymanych i kosztów kapitału obcego z punktu widzenia optymalizacji średniego ważonego kapitału (WACC) jako podstawy m.in. oceny efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych.

Spoleczność lokalna może oczekiwać udziału w podziale zysku i finansowania społecznie akceptowanych inwestycji ze środków przedsiębiorstwa. Może to wiązać się z oczekiwaniami aktywnej działalności prospołecznej, wzmacniającej komunikację finansową z otoczeniem społecznym.

Polityka dywidendy ogranicza negatywne konsekwencje konfliktu interesów, poprzez zabezpieczenie stałej wypłaty zysku. Stała wypłata dywidendy zmniejsza konflikty interesów oraz koszty agencji, poprzez przekazywanie właścicielom wypracowanych nadwyżek pieniężnych z ograniczeniem możliwości nieefektywnej alokacji środków przez zarząd¹⁵. Słuszne jest więc stwierdzenie, że „jeżeli nie ma możliwości efektywnego wykorzystania środków, to bardziej celowe jest przekazywanie wolnych środków pieniężnych właścicielom, pozwalając na indywidualną ich alokację”¹⁶.

Obszarem konfliktu interesów jest również wybór form i sposobu wypłaty dywidendy. Wybór dywidendy gotówkowej wymaga powiązania z płynnością finansową. Z jednej strony płynność może determinować możliwości wypłaty, z drugiej - dysponowanie płynnymi aktywami naraża przedsiębiorstwo na koszty utraconych korzyści. Stąd przedsiębiorstwo o stabilnych zyskach może pozwolić sobie na wypłatę wyższych dywidend, oczekując akceptacji swoich decyzji przez rynek. W praktyce gospodarczej można wykorzystać również wypłaty dywidendy w formie bezgotówkowej, w tym w postaci nowej emisji akcji. Jest to operacja neutralna wobec płynności, pozwalająca utrzymać stabilną politykę dywidendy i równocześnie umożliwić zatrzymanie zysku z szansą spełnienia oczekiwań właścicieli, w tym możliwości nabycia akcji bez kosztów transakcyjnych. Alternatywą może być również przeznaczenie zysku na wykup akcji własnych w celu ich umorzenia (*buy back*)¹⁷. Wykup własnych akcji

¹² P.M. Healy & K.G. Palepu: Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants. *Journal of Accounting and Economics* 12(1-3)/1990, s. 97-123.

¹³ L.H.P. Lang, R.A. Walkling & R.M. Stulz: A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns. *Journal of Financial Economics* 29/1991, s. 315-335.

¹⁴ M.C. Jensen: Agency Costs of Free Cashflow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76/2/1986, s. 323-329.

¹⁵ J. Gajdka: Behawioralne, finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia, koncepcje. WYD. UNIwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 124.

¹⁶ A. Damodaran: Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka. HELION, Gliwice 2000, s. 1022-1023.

¹⁷ K. Mamcarz: Inwestorski marketing mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami. C.H. BECK, Warszawa 2012, s. 219-225; J. Błach: Wykup akcji jako instrument strategii finansowej

najczęściej jest realizowany przez spółki osiągające wysokie zyski i dysponujące nadwyżką środków pieniężnych z działalności operacyjnej, przy ograniczonych możliwościach rozwoju i niskich notowaniach akcji¹⁸. Przedsiębiorstwo może traktować wykup akcji jako elastyczny sposób dystrybucji zysku w stosunku do gotówkowych wypłat dywidendy. Wykup akcji zwiększa udział wybranej grupy właścicieli wykorzystujących szanse wcześniej realizowanych programów rozwoju i zwiększających zakres kontroli nad aktywami spółki w przyszłości. Może to być również uzasadnione poprawą wskaźników rynku kapitałowego i „złudzeniem” wzrostu wartości rynkowej. Taka polityka będzie realizowana w sytuacji niestabilnych lub przejściowych nadwyżek gotówkowych, bez gwarancji stabilności cash-flow w przyszłości.

Metoda badań

W celu zilustrowania problemu występowania konfliktu interesów na tle realizowanej polityki dywidendy przeprowadzono badania na grupie największych spółek giełdowych wchodzących w skład portfela indeksu WIG30 w 2016 roku. Ze względu na przedmiot badania z tej grupy spółek wyłączono podmioty zaliczane do sektora finansowego (banki, firmy ubezpieczeniowe, deweloperzy), w związku z tym do dalszego etapu analizy zakwalifikowano 20 przedsiębiorstw niefinansowych. Głównym źródłem informacji wykorzystanych w badaniach były dane zawarte w raportach rocznych spółek oraz dane giełdowe.

Analizowane spółki reprezentują różne sektory działalności, charakteryzują się różną strukturą własności i prowadzoną polityką podziału i transferu zysku. Badane spółki reprezentują 9 sektorów działalności z dominującym udziałem sektorów przemysłowych, tj.: paliwowego, energetycznego, chemicznego i surowcowego, stanowiących łącznie 60% analizowanych podmiotów. Struktura własności analizowanych spółek jest również niejednorodna o różnym stopniu koncentracji ośrodków decyzyjnych, z bezpośrednim udziałem Skarbu Państwa w przypadku 10 spółek (udział Skarbu Państwa wynosi od 30% do 70% w kapitale zakładowym tych spółek). Część spółek zaliczanych jest do portfela Respect Index – te 9 spółek zostało zaklasyfikowanych jako podmioty społecznie odpowiedzialne uwzględniające w swojej działalności oczekiwania i potrzeby różnych grup interesariuszy. Większość z tych podmiotów (8 z 9 spółek) działa w sektorze przemysłowym, tj.: paliwowym, energetycznym, surowcowym i chemicznym. Wydaje się zasadne przyjęcie założenia, iż spółki zaliczone do portfela indeksu Respect powinny charakteryzować się niższym poziomem ryzyka konfliktu interesów.

Dla badanych spółek przeprowadzono wstępną analizę wybranych parametrów polityki dywidendy, tj. wartości wskaźników: EPS (zysk na akcję), DPS (dywidenda na akcję) oraz DPR (poziomu wypłaty dywidendy). W ten sposób wyodrębniono dwie

przedsiębiorstwa. K. Znanińska, T. Zieliński (red.) *Finanse wobec sfery realnej gospodarki*. Tom II, PRACE NAUKOWE AKADEMII EKONOMICZNEJ IM. K. ADAMIECKIEGO W KATOWICACH, Katowice 2008, s. 75-87.

¹⁸ B. Horbaczewska: *Wypłata dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*. CEDEWU, Warszawa 2012, s. 95-115.

grupy przedsiębiorstw – wypłacających dywidendę (w 2015r.) i niewypłacających dywidendy. Grupy te następnie poddano analizie porównawczej pod kątem wybranych parametrów obrazujących różne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa istotne dla występowania konfliktu interesów i realizowanej polityki dywidendy. Parametry te podzielono na dwie grupy: (1) cechy przedsiębiorstwa oraz (2) wskaźniki finansowe ilustrujące sytuację finansową przedsiębiorstwa. Grupa (1) obejmuje 6 kategorii, które odnoszą się do konfliktu interesów w przedsiębiorstwie i możliwości jego ograniczania:

- wiek (AGE) mierzony liczbą lat od debiutu giełdowego,
- wielkość przedsiębiorstwa (SIZE) mierzona wartością aktywów (w mln zł),
- struktura własności (OWN) uwzględniająca liczbę akcjonariuszy z udziałem przekraczającym 5% w kapitale zakładowym,
- wielkość rady nadzorczej (SUPRV) mierzona liczbą członków,
- liczba komitetów działających w ramach rady nadzorczej (COMT),
- liczba dobrych praktyk ładu korporacyjnego raportowanych jako nieprzebrane przez przedsiębiorstwo (PRACT).

W grupie (2) uwzględniono 4 kategorie wskaźników finansowych odnoszących się do:

- struktury kapitału (LEVR) w oparciu o relację kapitału obcego do kapitału własnego (D/E),
- wyceny rynkowej (MVAL) mierzonej wskaźnikiem cena do wartości księgowej (B/PV),
- rentowności aktywów (PROF) obliczanej jako relacja zysku operacyjnego do aktywów (EBIT/A),
- polityki dywidendy ilustrowanej wskaźnikiem wypłaty dywidendy (DPR) ustalonym jako relacja wartości wskaźnika DPS do EPS.

Na podstawie przeprowadzonych rozważań teoretycznych określono związek wybranych cech przedsiębiorstwa z możliwością powstawania i ograniczania konfliktów interesów. Potencjalny kierunek powiązań przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Cechy przedsiębiorstwa a możliwość ograniczania konfliktów interesów

Cechy przedsiębiorstwa	AGE	SIZE	OWN	SUPRV	COMT	PRACT
Konflikty interesów	-	+	+/-	-	-	+

Źródło: opracowanie własne.

Dojrzałość przedsiębiorstwa związana jest z doświadczeniem w budowaniu relacji z różnymi grupami interesariuszy, co powinno przekładać się na rzadsze występowanie konfliktu interesów w działalności podmiotów dłużej funkcjonujących na rynku. Z drugiej strony, duże przedsiębiorstwa ze względu na znaczny zasięg działalności oraz złożoną strukturę organizacyjną, a także rozbudowane relacje z różnymi grupami interesu, mogą częściej być narażone na występowanie konfliktów interesów. Skoncentrowana struktura własności (z kilkoma udziałowcami o znacznym udziale w kapitale zakładowym) w warunkach jednomyślności decyzyjnej może ograniczać występowanie konfliktu interesów. Jednocześnie, akcjonariusze większościowi mogą wykorzystać swoją przewagę podejmując decyzje niekorzystne z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych, co może prowadzić do zaostrzenia konfliktu interesów między różnymi grupami właścicieli. Związek struktury własności z występowaniem

konfliktu interesów w przedsiębiorstwie nie jest więc jednoznaczny. Z kolei duża rada nadzorcza może bardziej efektywnie realizować swoje zadania, nadzorować działalność zarządu i chronić prawa akcjonariuszy. W większej radzie nadzorczej mogą znaleźć miejsce profesjonaliści (prawnicy, biegli rewidenci, doradcy podatkowi, menedżerowie finansowi i menedżerowie ryzyka), którzy mogą wspierać działalność zarządu. Ze względu na pełnione zadania, powołanie komitetów w obrębie rady nadzorczej powinno sprzyjać ograniczeniu konfliktu interesów w przedsiębiorstwie. Również przestrzeganie dobrych praktyk ładu korporacyjnego powinno prowadzić do ograniczenia konfliktu interesów. Zatem spółki raportujące większą liczbę praktyk jako nieprzeznaczonych, mogą być narażone na większe ryzyko konfliktu interesów.

Wyniki badań

Zainteresowanie wypłatą dywidendy, jako jednym z źródeł kreacji wartości dla właścicieli spółek giełdowych, ma charakter globalny. Świadczy o tym systematyczny wzrost wartości wypłacanych dywidend w ujęciu globalnym, jak i w podziale na najważniejsze rejony geograficzne. Łączna wartość wypłaconych dywidend wzrosła o 60%, z blisko 730 mld USD w roku 2009 do 1167 mld USD w roku 2014, przy średniorocznym tempie wzrostu 9,8%¹⁹. Trend ten obserwowany jest również na polskim rynku kapitałowym. Systematycznie wzrasta liczba przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie wypłacających dywidendę – z poziomu 62 spółek w roku 2000 do 209 w roku 2015.

W roku 2016 z 20 analizowanych spółek indeksu WIG30, dywidendę za rok 2015 wypłaciło 11 podmiotów, o 5 mniej w porównaniu do roku 2015. Średnia wartość wskaźnika dywidenda na akcję (DPS) w roku 2016 wyniosła 2,198 zł w porównaniu do 2,60 zł w roku 2015. Spadek odnotowano także w przeciętnej wartości wskaźnika wypłaty dywidendy (DPR) z 41% w roku 2015 do 28% w roku 2016. Wyniki te wskazują na ogólne ograniczenie aktywności analizowanych przedsiębiorstw w obszarze polityki dywidendy. Przyczyny tych ograniczeń można upatrywać w zdecydowanie gorszych wynikach finansowych odnotowanych w roku 2015. Przeciętna wartość wskaźnika zysk netto na akcję (EPS) dla analizowanych przedsiębiorstw spadła z 8,44 zł do 8,08 zł, przy czym jednocześnie wzrosła liczba podmiotów wykazujących stratę – z 4 w roku 2014 do 7 spółek w roku 2015. O silnym powiązaniu wskaźników DPS z poziomem osiągniętych wyników finansowych świadczy także wysokość wskaźnika korelacji dla tych wielkości, który dla analizowanych spółek w obu okresach przekroczył poziom 0,98 ($\alpha < 0,001$). Jedynym wyjątkiem była spółka KGHM, która pomimo straty odnotowanej w roku 2015, zdecydowała się na wypłatę dywidendy (por. tabela 2).

Tabela 2. Parametry polityki dywidendy analizowanych spółek

LP.	Nazwa spółki	DPS 2016	EPS 2015	DPS 2015	EPS 2014	DPR 2016	DPR 2015
1	PKN ORLEN	2	2,45	1,65	-10,923	82%	-15%

¹⁹ M. Kowerski: Dywidendy na świecie na początku XXI w. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia* 49(4)/2016, s. 272-273.

2	PGNIG	0,18	0,249	0,2	0,321	72%	62%
3	PGE	0,25	0,946	0,78	2,916	26%	27%
4	KGHM	0,75	-13,94	2	12,07	-5%	17%
5	LPP	33	188,052	32	155,039	18%	21%
6	POLSAT	0	0,698	0	0,277	0%	0%
7	CCC	2,19	7,51	3	3,016	29%	99%
8	ASSECOPOL	3,01	3,098	2,9	3,498	97%	83%
9	EUROCASH ORANGE	1	3,606	0,79	1,765	28%	45%
10	POLSKA	0,25	0,196	0,5	0,432	128%	116%
11	TAURON	0	-1,971	0,15	0,654	0%	23%
12	LOTOS	0	-0,201	0,36	-9,901	0%	-0,04%
13	ENEA	0	-2,53	0,47	1,578	0%	30%
14	ENERGA	0,49	2,031	1,44	1,57	24%	92%
15	AZOTY	0,84	2,108	0	2,164	40%	0%
16	SYNTHOS	0	0,258	0,25	0,76	0%	33%
17	CDPROJEKT	0	3,541	0	-0,131	0%	0%
18	PKP CARGO	0	-2,548	2,46	1,688	0%	146%
19	JSW	0	-23,734	0	-5,828	0%	0%
20	BOGDANKA	0	-8,174	3,5	8,024	0%	44%

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na kompletność dostępnych informacji, do dalszej analizy wykorzystano dane za rok 2015. Badane przedsiębiorstwa scharakteryzowano na podstawie wybranych zmiennych, dla których statystyki opisowe przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Statystyki opisowe dla wybranych zmiennych (dane na koniec 2015r.)

Zmienna	MAX	Średnia	Mediana	MIN
AGE	19	10,6	11	3,0
SIZE	39 540	14 728,1	11 748,4	618,6
OWN	6	2	2	1,0
SUPRV	13	8	8	5,0
COMT	4	2	2	0,0
PRACT	37	8	4	0,0
LEVR	3,2	0,9	0,65	0,1
MVAL	5,8	1,7	0,8	0,3
PROF	0,7	0,03	0,02	-0,3
DIVP	1,5	0,4	0,27	-0,2

Źródło: opracowanie własne.

Przeciętna wielkość spółki mierzona wartością aktywów (SIZE) wskazuje, że mimo obserwowanych rozbieżności, badane przedsiębiorstwa należy zaliczyć do grupy dużych podmiotów. Przy czym należy podkreślić, iż w większych przedsiębiorstwach mogą wystąpić problemy z zarządzaniem i monitorowaniem, co może prowadzić w konsekwencji do powstawania konfliktu interesów.

Przeciętny wiek przedsiębiorstwa (AGE) mierzony liczbą lat od debiutu giełdowego (11 lat) świadczy o dojrzałości analizowanych przedsiębiorstw i znacznym doświadczeniu w kształtowaniu relacji z różnymi grupami interesariuszy, co powinno sprzyjać ograniczaniu konfliktu interesów. Przepiętna liczba akcjonariuszy (OWN) posiadających ponad 5% udziału w kapitale zakładowym (2) oznacza, że struktura własności jest skoncentrowana, z przeciętnym udziałem dominującego akcjonariusza na poziomie 52,41%. Przepiętna liczna członków rady nadzorczej (SUPRV) wynosi 8. W większości analizowanych przedsiębiorstw w radach nadzorczych powołano komitety specjalizujące się w określonych obszarach zarządzania (przepiętnie 2 komitety). Tylko w 5 spółkach nie wyodrębniono komitetów w radach nadzorczych (COMT). W pozostałych 15 spółkach funkcjonuje łącznie 6 typów komitetów do spraw: audytu (w 13 spółkach), wynagrodzeń i nominacji (w 11 spółkach), strategii i rozwoju (w 7 spółkach), ładu korporacyjnego (w 3 spółkach), organizacji i zarządzania (w 1 spółce) oraz CSR (w 1 spółce). Przepiętna liczba raportowanych praktyk (PRACT) wynosi 4 na spółkę. Tylko 2 spółki w swoim działaniu uwzględniły wszystkie dobre praktyki.

Biorąc pod uwagę charakterystykę finansową badanych przedsiębiorstw, należy podkreślić dominującą rolę konserwatywnej strategii kształtowania struktury kapitału preferującej finansowanie udziałowe. Przepiętna wartość wskaźnika D/E (LEVR) wyniosła 0,65 wskazując na dominującą rolę kapitału własnego i stosunkowo niewielkie ryzyko finansowe. Wycena rynkowa badanych przedsiębiorstw (MVAL) była dosyć niska - przy przeciętnej wartości wskaźnika P/BV na poziomie 0,8. Niestety rentowność analizowanych przedsiębiorstw (PROF) była dosyć niska, gdyż przepiętna wartość wskaźnika rentowności operacyjnej aktywów wyniosła tylko 2%. Przepiętna wartość wskaźnika wypłaty dywidendy (DIVP=0,27) oznacza, że analizowane spółki przeznaczyły 27% wypracowanego zysku na wypłatę dywidendy. Pozostałe 73% zysku wykorzystano na inne cele, w tym zasilenie kapitału własnego i finansowanie działalności rozwojowej. Analiza korelacji dla badanych zmiennych wykazała, iż najwyższą wartość wskaźnik korelacji uzyskał dla par obserwacji opisujących poziom wypłaty dywidendy (DIVP) i liczby osób w radzie nadzorczej (SUPRV). Związek ten jednak jest słaby (0,268) i nieistotny statystycznie. Pozostałe wyniki, wskazują na bardzo słaby związek (nieistotny statystycznie) badanych zmiennych z wartością wskaźnika wypłaty dywidendy (DIVP).

Następnie analizowane spółki podzielono na dwie grupy – wypłacające dywidendę (grupa A – 16 spółek) i niewypłacające dywidendy (grupa B – 4 podmioty). W obu grupach przedsiębiorstw połowę stanowiły podmioty, w których współwłaścicielem jest Skarb Państwa. Zgodnie z przewidywaniami, żadna z spółek zaliczanych do indeksu WIGdiv nie znalazła się w grupie B. Również większość spółek zaliczonych do indeksu Respect (poza jedną) wypłaciło w 2015 roku dywidendę.

Pomimo tego, że różnice w wartości przeciętnych wyników dla wyodrębnionych grup przedsiębiorstw nie są istotne statystycznie, przeprowadzone badania pozwoliły na dokonanie interesujących obserwacji. Przedsiębiorstwa należące do grupy A

(wypłacające dywidendę) charakteryzowały się przeciętnie dłuższym okresem funkcjonowania na giełdzie (ponad 11 lat w porównaniu do 8 lat) oraz większą wartością aktywów (ponad 13,22 mld zł w porównaniu do 8,4 mld zł). W przedsiębiorstwach grupy A odnotowano także przeciętnie mniejszą liczbę akcjonariuszy (2) posiadających ponad 5% udziału w kapitale zakładowym, co świadczy o bardziej skoncentrowanej strukturze własności i większej mocy decyzyjnej akcjonariuszy (oczekujących wypłaty dywidendy). Przedsiębiorstwa te, w porównaniu do grupy B, raportowały mniejszą liczbę praktyk (4 w porównaniu do 9) i posiadały więcej komitetów w radach nadzorczych (2 w porównaniu do 1,5), co może świadczyć o niższym ryzyku występowania konfliktu interesów. Jednocześnie charakteryzowały się wyższym zadłużeniem (wskaźnik D/E na poziomie 68% w porównaniu do 33%), zbliżonym poziomem rentowności (rentowność operacyjna aktywów na poziomie 1%) i niższą wyceną rynkową (wskaźnik P/BV równy 0,68 w porównaniu do 1,19), w porównaniu do grupy B, zawierającej przedsiębiorstwa bez wypłaty dywidendy w 2015 roku. Z punktu widzenia możliwości ograniczenia konfliktu interesów istotnym czynnikiem różnicującym obie grupy przedsiębiorstw była liczba praktyk ładu korporacyjnego raportowanych jako nieprzestrzegane, która w podmiotach niewypłacających dywidendę była zdecydowanie wyższa.

Podsumowanie

Polityka dywidendy obejmuje znacznie szerszy obszar decyzyjny w porównaniu z zagadnieniem podziału zysku i ustaleniem poziomu zysku zatrzymanego. Związek tych wyborów z pozycją przedsiębiorstwa na rynku finansowym decyduje o jego wiarygodności i szansach pozyskania kapitału gwarantującego realizację akceptowanej strategii finansowania rozwoju. Nierzadko wyodrębnia się strategię dywidendy, która obok strategii inwestycyjnej i finansowej stanowi równorzędny obszar decyzyjny przedsiębiorstwa. W każdej sytuacji rynek weryfikuje jednak skuteczność podejmowanych wyborów.

Przeprowadzone badania umożliwiły potwierdzenie tez odnoszących się do obszarów występowania konfliktów interesów w przedsiębiorstwie, które mogą zakłócać realizację optymalnej polityki dywidendy. Zatem przedsiębiorstwo powinno dążyć do redukcji zagrożenia występowania konfliktu interesów. Ograniczenie konfliktu interesów może wpływać na poprawę pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa, wymaga to jednak:

- efektywnego nadzoru korporacyjnego i właściwych relacji inwestorskich,
- przejrzystych zasad rachunkowości, z wyróżnieniem odpowiedniego zakresu raportowania,
- wdrożenia systemów wynagradzania menedżerów opartych o wartość rynkową przedsiębiorstwa,
- aktywnego udziału inwestorów instytucjonalnych i strategicznych pozwalających na kontrolę działań podejmowanych przez zarząd.

Badania teoretyczne uzupełnione analizą danych empirycznych potwierdziły, iż prawidłowa ocena związku konfliktów interesów z realizowaną polityką dywidendy wymaga wyboru i analizy istotnych parametrów decyzyjnych. Propozycję takich parametrów opracowano na podstawie analizy danych dla wybranej grupy

przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Pomimo tego, że badania te nie pozwalają na uogólnienie wyników dla całej populacji polskich przedsiębiorstw, to dostarczyły interesujących obserwacji, które mogą być wykorzystane w planowaniu kolejnych prac badawczych w tym obszarze. Obserwacje te są następujące:

1. W badanej grupie podmiotów, przedsiębiorstwa wypłacające dywidendę (w porównaniu do przedsiębiorstw bez wypłaty dywidendy) są większe i dłużej funkcjonują na giełdzie. Zwykle dojrzałe przedsiębiorstwa mają mniejsze potrzeby inwestycyjne, a więc i mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie wewnętrzne. Mogą więc w większym stopniu dokonywać transferu korzyści dla akcjonariuszy. Obserwacja ta odpowiada założeniom teorii łączącej politykę dywidendy z cyklem życia przedsiębiorstwa (*Life-Cycle Theory Of Dividend*).

2. W grupie badanych podmiotów, przedsiębiorstwa wypłacające dywidendę charakteryzują się bardziej skoncentrowaną strukturą własności i większą mocą decyzyjną akcjonariuszy większościowych, których preferencje co do podziału zysku i wypłaty dywidendy znajdują odzwierciedlenie w podejmowanych decyzjach.

3. Na podstawie liczby raportowanych praktyk ładu korporacyjnego oraz liczby komitetów w radach nadzorczych można przyjąć, przedsiębiorstwa wypłacające dywidendę narażone są na niższe ryzyko występowania konfliktu interesów.

4. Wyniki finansowe analizowanych przedsiębiorstw wypłacających dywidendę są przeciętnie gorsze – obliczone wskaźniki finansowe sygnalizują wyższe zadłużenie, niższą rentowność i niższą wycenę rynkową. Można więc założyć, że dla inwestorów ważniejsze są informacje na temat strategii finansowania, w tym poziomu zadłużenia oraz rentowności działania niż realizacja polityki dywidendy i przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego. Dla badanych przedsiębiorstw wyższe zadłużenie i niższa rentowność nie stanowią ograniczenia dla wypłaty dywidendy.

5. Udział Skarbu Państwa w strukturze własności badanych przedsiębiorstw nie gwarantuje wypłaty dywidendy.

6. Przynależność spółki do indeksu Respect może zwiększać szansę akcjonariuszy na otrzymywanie regularnych wpływów w postaci dywidendy.

7. Inwestorzy zainteresowani regularnymi wpływami w postaci dywidendy, powinni także rozważyć możliwość budowy portfela inwestycyjnego powiązanego z indeksem WIGdiv.

Przeprowadzone badania mają charakter pilotażowy. Analiza wybranych cech przedsiębiorstwa w powiązaniu z realizowaną polityką dywidendy, z uwzględnieniem potencjalnego konfliktu interesów w tym zakresie, może być przeprowadzona na większej grupie przedsiębiorstw, dla większej liczby zmiennych. Powinno to umożliwić wyodrębnienie tych czynników, które są istotne dla ograniczania konfliktu interesów w przedsiębiorstwie w odniesieniu do realizowanej polityki dywidendy. Może to stanowić podstawę dla budowy modelu regresji wielorakiej objaśniającej decyzje przedsiębiorstwa w tym obszarze.

Podjęty w artykule problem jest otwarty. Wymaga dalszych badań ukierunkowanych na identyfikację czynników i działań podejmowanych w przedsiębiorstwie, które pozwolą ograniczyć negatywne konsekwencje rozbieżności pomiędzy różnymi grupami interesów.

Bibliografia

- Allen F., Bernardo A. & Welch I.: A theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance* 55/2000, s. 2499–2536.
- Baker M. & Wurgler J.: A catering theory of dividends. *Journal of Finance* 59/2004, s. 1125–65.
- Black F.: The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2/1976, s. 5-8.
- Błach J.: Wykup akcji jako instrument strategii finansowej przedsiębiorstwa. K. Znaniecka, T. Zieliński (red.) *Finanse wobec sfery realnej gospodarki. Tom II, PRACE NAUKOWE AKADEMII EKONOMICZNEJ IM. K. ADAMIECKIEGO W KATOWICACH*, Katowice 2008, s. 75-87.
- Brennan M. & Kraus A.: Efficient Financing Under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 42/1987, s. 1225-1243.
- Cornell B. & Shapiro A.C.: Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial Management Spring* 1987, s. 5-14.
- Damodaran A.: *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. HELION, Gliwice 2000.
- Deangelo H., Deangelo L. & Stulz R.: Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81/2006, s. 227–54.
- Gajdka J.: *Behawioralne, finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia, koncepcje*. WYD. UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO, Łódź 2013.
- Gordon M.J. & Shapiro E.: Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science* 3/1956, s. 102-10.
- Healy P.M. & Palepu K.G.: Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants. *Journal of Accounting and Economics* 12(1-3)/1990, s. 97-123.
- Horbaczewska B.: *Wypłata dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*. CEDEWU, Warszawa 2012.
- Jensen M.C.: Agency Costs of Free Cashflow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76/2/1986, s. 323-329.
- Jensen M. & Meckling W.: The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3/1976, s. 305-360.
- Kowerski M.: Dywidendy na świecie na początku XXI w. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia* 49(4)/2016, s. 272-273.
- Lang L.H.P., Walkling R.A. & Stulz R.M.: A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns. *Journal of Financial Economics* 29/1991, s. 315-335.
- Leland H. & Pyle D.: Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32(2)/1977, s. 371-387.
- Lintner J.: The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review* 46/1956, s. 97-113.
- Łukasik G.: Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa. H. Mamcarz (red.) *Rynki finansowe*. WYD. UNIWERSYTETU MARIII CURIE-SKŁODOWSKIEJ, Lublin 2006, s. 300-305.
- Łukasik G.: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. WYD. UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH, Katowice 2010.
- Łukasik G. & Błach J.: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*. WYD. UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH, Katowice 2016.
- Mamcarz K.: *Inwestorski marketing mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*. C.H. BECK, Warszawa 2012.
- Miller M.H. & Modigliani F.: Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34/1961, s. 411-433.
- Pettit R.: Dividend announcements, security performance, and capital market Efficiency. *Journal of Finance* 27/1972, s. 993-1007.

Pettit R.: Taxes, Transactions Costs, and the Clientele Effect of Dividends. *Journal of Financial Economics* December 1977, s. 419 – 436.

Rychłowska-Musiał E.: Koszty agencji i optymalna struktura kapitału firmy w warunkach rozdzielania własności i kontroli. *Ekonomista* 4/2008, s. 499-521.

Talmor E. & Titman S.: Taxes and dividend policy. *Financial Management* 19(2)/1990, s. 32-35.

Summary

The dividend policy is related to the problem of net profit distribution and determining the relative proportions of funds transferred to shareholders and reinvested in the company. This problem is widely discussed in the literature focusing on the models of dividend policy and their importance for the company valuation. The article presents the elements of the dividend policy under the condition of conflicts of interest among different stakeholders with regard to the assumptions of the theory and business practice. Its main objective is to assess the extent and scope of conflicts of interest affecting the dividend policy in the company. Theoretical studies have revealed the potential areas of conflicts of interest in the company related to the dividend policy. Empirical research based on the selected listed companies aimed at identification of factors that may be relevant to the reduction of the conflicts of interest within the dividend policy of a company.

Key words: profit distribution, dividend policy, conflicts of interest, stakeholders.

Informacja o autorach:

prof. dr hab. Gabriela Łukasik, dr Joanna Blach

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice

gabriela.lukasik@ue.katowice.pl

jblach@ue.katowice.pl

tel. 32 257 73 99