

**AGNIESZKA COMPLAK**

Uniwersytet WSB Merito w Poznaniu

Wydział Finansów i Bankowości

e-mail: agnieszka.complak@gmail.com

# **Determinanty polityki dywidend spółek z sektorów energetycznego i paliwowego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2016–2021<sup>1</sup>**

**Streszczenie.** Celem artykułu jest identyfikacja determinant polityki dywidend spółek z sektorów energetycznego i paliwowego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tym celu zdefiniowano czynniki stymulujące i czynniki destymulujące wypłaty dywidend przez przedsiębiorstwa oraz określono zmienną objaśnianą i zmienne objaśniające, które umożliwiły budowę modelu regresji. Określono czynniki o największym wpływie na wypłatę dywidend w wybranych spółkach.

**Słowa kluczowe:** dywidenda, polityka dywidend, determinanty polityki dywidend, model regresji  
<https://doi.org/10.58683/dnswsb.568>

## **1. Wprowadzenie**

Polityka dywidend stosowana przez przedsiębiorstwa określa wysokość dywidend oraz częstotliwość ich wypłacania akcjonariuszom danej spółki. Dlatego każdorazowo zarząd podmiotu osiągającego w danym roku obrotowym zysk netto musi podjąć decyzję, jaką część zysku przeznaczyć na zasilenie kapitałów własnych, a jaką na wypłaty dla akcjonariuszy. Podział wygenerowanego zysku netto powinien bazować przede wszystkim na możliwościach inwestycyjnych danej spółki, ponieważ ma on kluczowe znaczenie zarówno dla przedsiębiorstwa oraz obecnych akcjonariuszy, jak i potencjalnych inwestorów [Sierpińska 1999: 56–57]. Jednak bardzo często firmy rezygnują z wypłat dywidend przez wzgląd na wy-

---

<sup>1</sup> Artykuł został przygotowany na podstawie pracy magisterskiej autorki pt. *Determinanty polityki dywidend spółek z sektorów energetycznego i paliwowego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, napisanej pod kierunkiem dr. hab. Jarosława Kubiaka.

sokie koszty transakcyjne oraz podatkowe i dlatego preferują pozostawienie zysku wewnątrz firmy [Kuciński 2012: 104–106]. Zysk zatrzymany mogą następnie reinwestować, co wpływa na wzrost wartości firmy oraz zachęca potencjalnych inwestorów długoterminowych do zainwestowania swoich środków w daną spółkę. Natomiast regularne wypłaty dywidend wpływają na wzrost zainteresowania danym podmiotem ze strony inwestorów krótkoterminowych, którzy liczą na regularną premię finansową za powierzone środki.

Na stosowaną przez przedsiębiorstwa politykę dywidend oddziałuje wiele czynników wewnętrznych oraz zewnętrznych, które mogą stymulować wypłaty dywidend lub wpływać negatywnie na ich poziom. Dlatego zarówno dla inwestorów, jak i osób zarządzających daną spółką istotna jest znajomość czynników, które w największym stopniu wpływają na poziom wypłat.

Celem niniejszego opracowania jest identyfikacja determinant wypłat dywidend spółek z sektorów energetycznego i paliwowego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Cechą charakterystyczną dla obu sektorów jest znaczący udział Skarbu Państwa w strukturze akcjonariatu znacznej części spółek.

Polski sektor energetyczny opiera się na przetwórstwie węgla kamiennego oraz brunatnego, jednak w ostatnich latach znacząco wzrósł udział odnawialnych źródeł energii oraz źródeł zeroemisyjnych w strukturze produkcji energii elektrycznej [Ministerstwo Aktywów Państwowych 2021: 9–10]. Sektor podlega obecnie transformacji, a polski rynek fotowoltaiczny jest jednym z najszybciej rozwijających się w Unii Europejskiej. Ponadto, dzięki rozbudowie rurociągu bałtyckiego, polski sektor energetyczny pozostał stabilny, mimo całkowitego odcięcia dostaw gazu ze wschodu po inwazji Rosji na Ukrainę w 2022 roku<sup>2</sup>.

Polski sektor przemysłu paliwowego opiera się na produkcji paliw ciekłych z ropy naftowej, a znaczna część zapotrzebowania krajowego na benzyny silnikowe oraz oleje napędowe zaspokajana jest przez krajowych producentów. Natomiast większość gazu płynnego LPG importuje się z zagranicy. Wśród dostawców ropy naftowej do Polski przeważają kraje byłego Związku Radzieckiego, co wpłynęło na znaczący wzrost cen paliw oraz kosztów ponoszonych przez przedsiębiorców po wybuchu wojny w 2022 roku<sup>3</sup>.

Gwałtowny rozwój oraz przemiany, które w ostatnim czasie zaszły w obu sektorach, mogły znacząco wpłynąć na wyniki finansowe przedsiębiorstw tych sektorów, co w konsekwencji mogło doprowadzić do zmian w prowadzonej polityce dywidend.

<sup>2</sup> <https://www.gov.pl/web/oecd/przeglad-polityki-energetycznej-polski-2022> [dostęp: 22.01.2023].

<sup>3</sup> <https://www.ure.gov.pl/pl/paliwa-ciekle/charakterystyka-rynkul/10374,2021.html> [dostęp: 22.01.2023].

## 2. Determinanty wypłat dywidend

Dotychczasowe badania wyróżniają trzy podstawowe kategorie determinant, do których należą czynniki rynkowe, makroekonomiczne oraz mikroekonomiczne. Do podstawowych czynników rynkowych można zaliczyć wskaźniki wartości rynkowej, nastroje gospodarcze, indeks PMI (*Purchasing Managers' Index*) oraz koniunkturę na rynku kapitałowym. Determinanty makroekonomiczne związane są z sytuacją gospodarczą w danym kraju, dlatego do głównych czynników makroekonomicznych należą inflacja, produkt krajowy brutto (PKB), wahania notowań waluty danego kraju, dynamika inwestycji oraz dynamika importu i eksportu. Dodatkowo do tej kategorii zalicza się również determinanty związane z obowiązującym systemem podatkowym w danym kraju oraz ograniczeniami prawnymi. Natomiast determinanty mikroekonomiczne są powiązane z danym przedsiębiorstwem i odnoszą się głównie do bilansu, przepływów pieniężnych oraz rachunku zysku i strat. Wśród czynników mikroekonomicznych wyróżnia się również koszt kapitału, dostępne projekty inwestycyjne, cykl życia firmy, preferencje akcjonariuszy oraz chęć utrzymania przez właścicieli kontroli nad spółką [Jabłoński, Prymon 2017: 35–36].

Do determinant rynkowych będących przedmiotem badań finansów behawioralnych zalicza się panujący nastrój gospodarczy. Na decyzję o wypłacie dywidend wpływają panujące przekonania dotyczące zmian na rynku finansowym oraz wzrostu gospodarczego, a nie jedynie czynniki czysto finansowe. Wzrost PKB oraz pozytywne nastroje gospodarcze przekładają się na wzrost wielkości wypłacanych dywidend, a także zachęcają nowe przedsiębiorstwa do rozpoczęcia wypłat. O wyższych dywidendach decydują również wzrosty na rynku finansowym, a według niektórych ekonomistów mają one nawet większy wpływ na podejmowane przez przedsiębiorstwa decyzje niż zmiany PKB, ponieważ zmiany wartości indeksów lepiej odzwierciedlają sytuację gospodarczą danego kraju [Jabłoński, Prymon 2017: 42–43]. Do czynników rynkowych zaliczany jest również indeks PMI, określający zachodzące w danym kraju zmiany gospodarcze oraz zmiany aktywności ekonomicznej na rynkach. Wzrost wartości tego wskaźnika wskazuje na rosnący optymizm na rynku, co może stymulować poziom wypłacanych dywidend [Kowerski 2011: 125–134, 269–279]. Kolejnymi determinantami rynkowymi są wskaźniki rynku kapitałowego „Cena/Zysk” oraz „Cena/Wartość księgową”. Pierwszy z indeksów pozwala na ocenę możliwości inwestycyjnych oraz zdolności rozwojowych firmy. Teoretycznie wyższa wartość tego wskaźnika powinna świadczyć o dobrej sytuacji finansowej danego podmiotu i zachęcać inwestorów do podjęcia inwestycji, jednak w rzeczywistości często wskazuje na to, że spółka jest przewartościowana. Drugi ze wskaźników informuje o tym, czy dana spółka efek-

tywnie zarządza swoimi aktywami. Spółki charakteryzujące się wysokimi wartościami tego wskaźnika efektywnie zarządzają posiadanymi aktywami, co łączy się z wyższym prawdopodobieństwem wypłat. Jednak niska wartość wskaźnika nie zawsze determinuje brak dywidendy, ponieważ spółki o niskiej wartości indeksu często charakteryzują się dużym potencjałem wzrostu [Jabłoński 2014: 106–108].

Do determinant makroekonomicznych zaliczany jest m.in. produkt krajowy brutto, którego wielkość, dynamika oraz kierunek zmian odzwierciedlają wielkość gospodarki oraz rozwoju gospodarczego danego kraju [Coyle 2014: 10–17]. Rosnący poziom PKB świadczy o rozwoju ekonomicznym oraz dobrej koniunkturze, dlatego wpływa pozytywnie na poziom wypłacanych przez przedsiębiorstwa dywidend. Jednakże dynamika PKB oddziałuje jedynie na dobrze prosperujące spółki, ponieważ firmy znajdujące się w gorszej lub niestabilnej sytuacji finansowej, mimo sprzyjających warunków, często rezygnują z wypłat przez wzgląd na brak wolnych środków finansowych [Kowerski 2011: 125–134, 269–279]. Kolejnym czynnikiem makroekonomicznym jest inflacja, której poziom informuje o okresowym wzroście ogólnego poziomu cen w danej gospodarce. Okresy wysokiego poziomu inflacji przekładają się na spadek wartości zgromadzonych środków pieniężnych. W takiej sytuacji firmy chętniej reinwestują zysk, licząc na większe korzyści w przyszłości. Natomiast okresy niskiego poziomu inflacji oraz deflacji często charakteryzują się stałym poziomem wypłat, ponieważ wartość pieniądza jest bardziej stabilna, a przedsiębiorstwa nie muszą zamrażać środków w majątku realnym [Jabłoński, Prymon 2017: 45]. Do determinant wypłat dywidend należy również dynamika inwestycji w danej gospodarce oraz obowiązujący system podatkowy. Dotychczasowe badania wskazują na wzrost poziomu wypłat dywidend przy utrzymującej się na wysokim poziomie dynamice inwestycji w danym kraju, która przekłada się na wzrost gospodarczy<sup>4</sup>. Natomiast im wyższy jest poziom względnego opodatkowania dywidend w danym kraju, tym mniejsze prawdopodobieństwo, że przedsiębiorstwa będą te dywidendy wypłacały [Pieloch-Babiarz 2018: 316]. Następnym czynnikiem wpływającym na wypłaty dywidend jest obowiązujący w danym państwie system prawny, jednak dotychczasowe badania nie wskazują definitywnie, jak dany system wpływa na decyzje przedsiębiorstw. Według niektórych badań spółki prowadzące działalność w państwach o zwyczajowym systemie prawnym częściej decydują się na wypłaty dywidend niż firmy z krajów o systemie kontynentalnym. Równocześnie inne badania wskazują na to, że przedsiębiorstwa pochodzące z państw o systemie zwyczajowym rzadziej wypłacają dywidendy niż podmioty pochodzące z państw o systemie stanowio-

---

<sup>4</sup> <https://for.org.pl/pl/rozdzial-ii-inwestycje-a-wzrost-polskiej-gospodarki-za-malo-inwestycji-prywatnych> [dostęp: 23.01.2023].

nym [Pieloch-Babiarz 2018: 316]. Do czynników makroekonomicznych zaliczane są również ograniczenia prawne, do których należą m.in. zakaz wypłat dywidend przez przedsiębiorstwa niewypłacalne oraz zakaz wypłat dywidend na poziomie, który skutkowałby zmniejszeniem wartości kapitałów własnych. Dodatkowym ograniczeniem są zapisy w umowach zawartych z kredytodawcami oraz pożyczkodawcami, które zobowiązują firmę do ograniczenia poziomu wypłat w sytuacji, gdy podmiot ma trudności z wywiązywaniem się ze spłaty zadłużenia [Sierpińska 1999: 125].

Determinanty mikroekonomiczne są ściśle związane z danym podmiotem gospodarczym, dlatego wśród nich można wyróżnić m.in. wartość wypracowanego zysku netto oraz poziom zysku zatrzymanego. W przypadku ponoszonej straty netto w danym roku obrotowym firmy rzadko podejmują się wypłat dywidend, a ewentualne wypłaty pokrywają z zysku zatrzymanego z lat ubiegłych [Zyguła 2019: 48]. Ponadto im wyższy jest poziom osiąganego zysku netto, tym większe prawdopodobieństwo, że dana spółka wypłaci dywidendę. Natomiast wraz ze wzrostem możliwości reinwestycji osiąganego zysku rośnie poziom zysku zatrzymanego, a poziom wypłat maleje [Jabłoński, Prymon 2017: 37]. Oprócz tego odpowiednia inwestycja środków finansowych może przełożyć się na wzrost wartości spółki oraz cen akcji w przyszłości, co jest pozytywnie postrzegane przez inwestorów długoterminowych [Jabłoński 2012: 385–386]. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym na poziom zysku netto są odpisy amortyzacyjne, ponieważ im mniejsza jest ich wartość, tym większy jest zysk do opodatkowania przez spółkę. Odpisy amortyzacyjne nie wpływają jednak na płynność finansową podmiotu ani na jego zdolność do generowania przepływów pieniężnych, dlatego ich wpływ na poziom wypłat dywidend jest poddawany osobnym badaniom [Jabłoński, Prymon 2017: 37]. Obecne badania wskazują jednak, że generowane przepływy pieniężne mają większy wpływ na poziom wypłat dywidend od zysku netto. Wskaźniki oparte na przepływach pieniężnych charakteryzują się większą stabilnością w czasie, a także lepszym skorelowaniem z faktycznymi wypłatami. W przypadku, gdy dane przedsiębiorstwo osiąga dodatni wynik finansowy przy jednoczesnej nadwyżce środków pieniężnych, częściej decyduje się ono na wypłatę dywidend. Z drugiej strony, mimo nadwyżki środków finansowych, spółki generujące stratę często nie wypłacają dywidend lub obniżają ich poziom. Podobne tendencje można zauważyć przy niedoborze środków pieniężnych, mimo wypracowanego zysku netto. Jednak gdy posiadane środki pozwolą pokryć nakłady na poprawę efektywności wykorzystania aktywów oraz rentowności operacyjnej sprzedaży, zdarza się, że spółki decydują się na wypłatę dywidend z zysku zatrzymanego. Natomiast wygenerowana strata netto i niedobór środków pieniężnych zasadniczo przekłada się na brak wypłat dla akcjonariuszy [Jabłoński, Prymon 2017: 37–38]. Ponadto

czynnikiem wpływającym na politykę dywidend jest zmienność przepływów pieniężnych. Spółki o stałym charakterze przepływów częściej wypłacają dywidendy, ponieważ przy zmiennych przepływach istnieje wyższe ryzyko utraty płynności finansowej. Dlatego dla podmiotów o dużej zmienności przepływów występuje konieczność utrzymywania większych rezerw środków pieniężnych [Jabłoński 2014: 102].

Do determinant mikroekonomicznych można również zaliczyć czynniki wywodzące się z analizy finansowej. Pierwszym z nich jest poziom rentowności przedsiębiorstwa określający efektywność wykorzystywania posiadanych przez spółkę zasobów do generowania zysku [Pabianiak 2016: 92]. Do najpopularniejszych mierników poziomu rentowności podmiotu należą rentowność aktywów (ROA) oraz rentowność kapitałów własnych (ROE). Wzrost wartości wskaźnika ROA wskazuje na większą efektywność zarządzania posiadanym majątkiem, a wzrost wartości wskaźnika ROE informuje o większej efektywności zarządzania kapitałem własnym. Dlatego wyższa wartość obu wskaźników często przekłada się na wyższy poziom wypłacanych dywidend [Gabrusewicz 2007: 237–238, 242–243]. Kolejnym czynnikiem wpływającym na poziom wypłat jest płynność finansowa, która związana jest z koniecznością utrzymywania odpowiedniego poziomu środków pieniężnych na wydatki bieżące [Michalski 2013: 89]. Poziom płynności mierzony jest z wykorzystaniem wskaźników płynności bieżącej oraz szybkiej. Pierwszy ze wskaźników wskazuje na stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych przez posiadane aktywa obrotowe i jego wartość powinna oscylować na poziomie 1,2–2,0. Natomiast drugi ze wskaźników wskazuje na stopień pokrycia zobowiązań bieżących przez płynne aktywa obrotowe, które można szybko zamienić na gotówkę. Wartość wskaźnika płynności szybkiej powinna znajdować się w przedziale 1,0–1,2. Zbyt wysokie wartości wskaźników sugerują nadpłynność, natomiast zbyt niskie wartości mogą świadczyć o problemach z terminowym regulowaniem zobowiązań [Gabrusewicz 2014: 331–334]. Dotychczasowe badania pokazują jednak, że wyższe wartości obu wskaźników są postrzegane jako stymulanty wypłat dywidend [Pieloch-Babiarz 2018: 323]. Do determinant mikroekonomicznych można również zaliczyć również strukturę kapitału oraz poziom zadłużenia spółki, mierzony wskaźnikami ogólnego zadłużenia oraz zadłużenia kapitału własnego. Pierwszy ze wskaźników jest miarą ryzyka działalności, ponieważ określa udział długu w strukturze finansowania przedsiębiorstwa. Drugi ze wskaźników przedstawia z kolei relację pomiędzy kapitałami obcymi i własnymi. Wysoka wartość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego w przypadku spółek rozwijających się i korzystających z dźwigni finansowej informuje o wysokim ryzyku, ale również o perspektywach rozwojowych. Natomiast spółki stabilne charakteryzują się raczej niskim poziomem tego wskaźnika, ponieważ ograniczają ryzyko

prowadzonej działalności. Ponadto ze względu na wysoki poziom zabezpieczenia długu kapitałem własnym są one pozytywnie postrzegane przez kredytodawców [Rutkowski 2016: 92]. Z dotychczasowych badań wynika, że im większy jest udział długu w strukturze finansowania spółki, tym niższe dywidendy otrzymują akcjonariusze. Firmy posiadające dodatkowe zobowiązania odsetkowe wynikające z zaciągniętego długu charakteryzują się mniejszą elastycznością gospodarowania wygenerowanym zyskiem [Jabłoński 2014: 101]. Dodatkowym elementem związanym z analizą zadłużenia jest średnioważony koszt kapitału (WACC), na który składa się koszt kapitału własnego oraz kapitału obcego. Do oszacowania kosztu kapitału własnego najczęściej wykorzystuje się model CAPM (*capital asset pricing model*), koszt długu zaś ustalany jest na podstawie wydatków związanych z obsługą zadłużenia, pomniejszonych o efekt tarczy podatkowej [Bednarz, Gostomski 2006: 177–178]. Stosunek wielkości wypłaconej dywidendy do zysku reinwestowanego ma duży wpływ na wielkość pozostawionego w spółce kapitału zapasowego. Wzrost kapitału własnego, przy jednoczesnym utrzymaniu poziomu zadłużenia na zbliżonym poziomie, nie ma znaczącego przełożenia na poziom WACC. Ponadto systematyczna wypłata dywidend ma pozytywny wpływ na przywiązanie akcjonariuszy do przedsiębiorstwa. Natomiast wypłata dywidend finansowanych z emisji nowych akcji może wpłynąć na wzrost kosztu kapitału, a w efekcie również na wartość firmy. Dodatkowo w takiej sytuacji inwestorzy mogą zrezygnować z zakupu akcji, przez wzgląd na prawdopodobieństwo nieefektywnego wykorzystywania środków finansowych przez daną spółkę [Jabłoński 2014: 101].

Do czynników mikroekonomicznych można zaliczyć również preferencje akcjonariuszy. W zależności od rodzaju dochodu, jaki akcjonariusze spodziewają się uzyskać z powierzonych przedsiębiorstwu środków, można wyróżnić inwestorów długoterminowych oraz krótkoterminowych. Pierwsza grupa preferuje firmy o wysokim wskaźniku zatrzymania zysku, ponieważ reinwestycje mogą wpłynąć na wzrost wartości przedsiębiorstwa w długim okresie, a w konsekwencji na wzrost wartości posiadanych przez akcjonariuszy udziałów. Natomiast inwestorzy krótkoterminowi częściej wybierają spółki, które charakteryzują się wysokimi wypłatami dywidend, ponieważ liczą na stały i regularny dochód [Sierpińska 1999: 120]. Kolejną determinantą wypłat dywidend jest chęć właścicieli do utrzymania kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku gdy dana spółka posiada akcjonariuszy większościowych, ma ona zazwyczaj ograniczone możliwości pozyskiwania nowych środków finansowych. Akcjonariusze są często sceptycznie nastawieni do emisji nowych akcji, co w konsekwencji przekłada się na konieczność reinwestycji większej części wygenerowanego zysku. W takiej sytuacji utrzymywanie wysokiego współczynnika wypłat dywidend mogłoby skutkować brakiem środków finansowych do prowadzenia działalności bieżącej oraz spowodować problemy

z płynnością finansową. Z drugiej strony, zatrzymywanie w spółce większości zysku oraz niski poziom wypłat dywidend mogą skutkować nieefektywną strukturą kapitału, a także narazić spółkę na przejęcie przez inny podmiot. Dlatego wielkość wypłacanych dywidend powinna być ustalana na poziomie, który nie zagraża interesom przedsiębiorstwa ani jego akcjonariuszy [Sierpińska 1999: 129–130]. Do czynników mikroekonomicznych zalicza się również zawarte umowy oraz dostępne projekty inwestycyjne. Spółki o dużym potencjale rozwoju oraz możliwościach inwestycyjnych preferują zatrzymywanie zysku wewnątrz spółki, ponieważ mogą taki zysk reinwestować. Natomiast przedsiębiorstwa rozwinięte, o mniejszym potencjale dalszego rozwoju, często charakteryzują się wyższym poziomem wypłat [Sierpińska 1999: 126–127]. Do determinant wypłat dywidend należy także cykl życia firmy, ponieważ w zależności od fazy cyklu zmieniają się zarówno możliwości inwestycyjne podmiotu, jak i zapotrzebowanie na środki pieniężne [Kaźmierska-Józwiak 2019: 73–74]. Przedsiębiorstwa rozpoczynające działalność bardzo rzadko decydują się na debiut na giełdzie, dlatego nie mają możliwości wypłacania dywidend. Ponadto nowe firmy często są zmuszone do reinwestowania zysku w celu dalszego rozwoju i utrzymania się na rynku. Przedsiębiorstwa w drugim etapie cyklu gwałtownie się rozwijają, a niektóre decydują się wejść na giełdę. Na tym etapie spółki giełdowe rozpoczynają wypłaty dywidend, jednak najczęściej są one pokrywane nowymi akcjami. Dzięki temu pozyskują inwestorów długoterminowych i ograniczają ryzyko utraty płynności. Kolejna faza cyklu wiąże się z ekspansją firmy, która dzięki osiąganym zyskom i rozpoznawalności na rynku może rozłożyć inwestycje w czasie. Dodatkowo na tym etapie przedsiębiorstwa skupiają się na utrzymaniu inwestorów, dlatego rosną wypłaty gotówkowe. Ostatni etap cyklu zależy od tego, czy firma wkroczyła w fazę dojrzałości, czy spadku. Dojrzałe przedsiębiorstwa realizują wypłaty dywidend w formie gotówkowej, natomiast firmy w fazie spadkowej często są zmuszone zrezygnować z wypłat [Sierpińska 1999: 116–117].

Wszystkie przedstawione determinanty wraz z wynikami dotychczasowych badań odnośnie do ich wpływu na poziom wypłat dywidend zebrano w tab. 1. W sytuacji, gdy wzrost poziomowi wypłat dywidend wynika ze zmiany wartości danego czynnika, determinanta została określona jako stymulanta. Natomiast gdy zmiana wartości danego czynnika ma negatywny wpływ na poziom wypłacanych dywidend, determinanta została określona jako destymulanta.

Tabela 1. Czynniki determinujące poziom wypłat dywidend

Determinanty rynkowe	Wpływ	Źródło
Optymistyczne nastroje gospodarcze	Stymulanta	[Jabłoński, 2017]
Dobra koniunktura na rynku kapitałowym	Stymulanta	[Jabłoński, 2017]
Wzrost wartości wskaźnika PMI	Stymulanta	[Kowerski, 2011]
Wzrost wartości wskaźnika P/E	Destymulanta	[Jabłoński, 2014]
Wzrost wartości wskaźnika P/BV	Stymulanta	[Jabłoński, 2014]
<b>Determinanty makroekonomiczne</b>		
Wzrost poziomu PKB	Stymulanta	[Kowerski, 2011]
Inflacja	Destymulanta	[Jabłoński, 2017]
Wzrost poziomu dynamiki inwestycji	Stymulanta	[Pieloch-Babiarz, 2018]
Sprzyjający system podatkowy	Stymulanta	[Pieloch-Babiarz, 2018]
Sprzyjający system prawny	Stymulanta	[Pieloch-Babiarz, 2018]
Ograniczenia prawne	Destymulanta	[Sierpińska, 1999]
<b>Determinanty mikroekonomiczne</b>		
Wzrost wartości zysku netto	Stymulanta	[Jabłoński, 2017]
Wzrost wartości zysku zatrzymanego	Destymulanta	[Jabłoński, 2017]
Stąły charakter przepływów pieniężnych	Stymulanta	[Jabłoński, 2014]
Wzrost poziomu płynności finansowej	Stymulanta	[Pieloch-Babiarz, 2018]
Wzrost wartości środków pieniężnych	Stymulanta	[Jabłoński, 2014]
Wzrost rentowności aktywów ROA	Stymulanta	[Gabrusewicz, 2007]
Wzrost rentowności kapitałów własnych ROE	Stymulanta	[Gabrusewicz, 2007]
Wzrost zadłużenia przedsiębiorstwa	Destymulanta	[Jabłoński, 2014]
Wzrost poziomu amortyzacji	Destymulanta	[Jabłoński, 2017]
Dostępne projekty inwestycyjne	Destymulanta	[Sierpińska, 1999]
Chęć utrzymania kontroli nad spółką	Destymulanta	[Sierpińska, 1999]
Ograniczenia wynikające z zawartych umów	Destymulanta	[Sierpińska, 1999]
Preferencje akcjonariuszy – dochód bieżący	Stymulanta	[Sierpińska, 1999]
Preferencje akcjonariuszy – wzrost wartości	Destymulanta	[Sierpińska, 1999]
Etap cyklu życia firmy	Stymulanta	[Sierpińska, 1999]

Źródło: opracowanie własne

### 3. Przeprowadzone badania

Badanie wpływu poszczególnych czynników na stosowaną przez przedsiębiorstwa politykę dywidend uwzględniło sześć spółek sektora energetycznego: Elektrociepłownię „Będzin” S.A., Čez A.S., Enea S.A., Tauron Polska Energia S.A., AB Inter Rao Lietuva oraz Ze Pak S.A., a także cztery spółki sektora przemysłu paliwowego:

Grupę Lotos S.A., MOL Magyar Olaj, Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A. oraz Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. Wszystkie analizowane podmioty były notowane na giełdzie w całym okresie badawczym, który obejmował lata 2016–2021.

Elektrociepłownia „Będzin” S.A. w 1998 roku zadebiutowała na GPW w Warszawie. Działalność przedsiębiorstwa opiera się na wytwarzaniu, dystrybucji oraz sprzedaży energii elektrycznej<sup>5</sup>. Sytuacja finansowa spółki w analizowanym okresie znacząco się pogarszała, ponieważ od 2019 roku firma wykazywała stratę, a ponadto od 2020 roku poziom kapitałów własnych spółki przyjmował wartości ujemne.

Čez A.S., mimo że wywodzi się z Czech, od 2006 roku jest notowany na polskiej giełdzie. Przedsiębiorstwo zajmuje się produkcją oraz sprzedażą ciepła, gazu ziemnego, a także energii elektrycznej oraz jądrowej<sup>6</sup>. W badanym okresie spółka charakteryzowała się stosunkowo wysokim poziomem zadłużenia, a wysoka wartość wskaźników rynkowych wskazywała na jej przewartościowanie.

Enea S.A. jest producentem oraz dystrybutorem ciepła i energii elektrycznej. Firma zajmuje się również wydobywaniem i sprzedażą węgla kamiennego, a od 2009 roku jest notowana na GPW w Warszawie<sup>7</sup>. Wyniki finansowe spółki zauważalnie się pogarszały aż do 2020 roku, a poziom rentowności przedsiębiorstwa spadł wtedy poniżej zera. W ostatnim roku analizy kondycja finansowa podmiotu uległa poprawie, a firma wygenerowała zysk netto.

Tauron Polska Energia S.A. zajmuje się wydobywaniem węgla kamiennego oraz produkcją i dostarczaniem ciepła i energii elektrycznej. W 2010 roku firma zadebiutowała na GPW w Warszawie<sup>8</sup>. W okresie badawczym spółka charakteryzowała się wysokim i stale rosnącym poziomem zadłużenia, a także stosunkowo niskim poziomem zysku generowanego z posiadanego majątku i kapitałów własnych.

AB Inter Rao Lietuva to spółka wywodząca się z Litwy, która od 2012 roku jest notowana na GPW w Warszawie. Znaczna część kapitału spółki jest w posiadaniu rosyjskich akcjonariuszy, dlatego 17 marca 2022 roku obrót akcjami spółki został zawieszony przez wzgląd na sankcje nałożone na Rosję po agresji zbrojnej na Ukrainę<sup>9</sup>. Głównym przedmiotem działalności firmy jest produkcja energii elektrycznej z bałtyckich farm wiatrowych. Ponadto przedsiębiorstwo inwestuje w zieloną energię i działa na rzecz redukcji zanieczyszczeń<sup>10</sup>. W przeciwieństwie do pozostałych spółek sektora firma charakteryzowała się bardzo dobrymi wynikami finansowymi w całym okresie badawczym.

<sup>5</sup> <https://www.ecbedzin.pl/firma> [dostęp: 04.02.2023].

<sup>6</sup> <https://www.cez.cz/en/cez-group/about-cez> [dostęp: 04.02.2023].

<sup>7</sup> <https://ir.enea.pl/grupa-enea> [dostęp: 04.02.2023].

<sup>8</sup> <https://www.tauron.pl/tauron/o-tauronie> [dostęp: 04.02.2023].

<sup>9</sup> <https://stooq.pl/n/?f=1475910> [dostęp: 04.02.2023].

<sup>10</sup> <https://interrao.lt/pl/o-nas-pl/> [dostęp: 04.02.2023].

Ze Pak S.A. to przedsiębiorstwo, które zajmuje się wytwarzaniem energii elektrycznej, głównie z węgla brunatnego. Ponadto celem spółki jest zwiększenie produkcji energii ze źródeł odnawialnych oraz wykorzystanie wodoru. Spółka zadebiutowała na GPW w Warszawie w 2012 roku<sup>11</sup>, a w badanym okresie charakteryzowała się bardzo niskim poziomem płynności i rosnącym poziomem zadłużenia.

Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. (PKN Orlen) prowadzi swoją działalność głównie w Europie Środkowej oraz w Kanadzie. Przedsiębiorstwo zajmuje się obrotem energią elektryczną i ciepłą, a także produkcją i dystrybucją ropy naftowej oraz produktów petrochemicznych. Spółka posiada rozbudowaną sieć stacji paliw, a od 1999 roku jest notowana na giełdzie<sup>12</sup>. Jako jeden z nielicznych podmiotów poddanych badaniu, PKN Orlen w żadnym roku analizy nie poniósł straty, a ponadto jego majątek w okresie analizy wzrósł ponad dwukrotnie.

Grupa Lotos S.A. zadebiutowała na giełdzie w 2005 roku, jednak od 29 lipca 2022 roku obrót jej akcjami został zawieszony w wyniku połączenia spółki z PKN Orlen<sup>13</sup>. Dotychczas firma zajmowała się wydobywaniem i przerobem ropy naftowej oraz gazu ziemnego. Spółka prowadziła sieć stacji paliw oraz dostarczała benzynę bezołowiową i olej napędowy<sup>14</sup>, a w okresie badawczym wyróżniała się malejącym poziomem zadłużenia.

MOL Magyar Olaj to spółka wywodząca się z Węgier, od 2004 roku notowana na GPW w Warszawie. Przedsiębiorstwo prowadzi działalność przede wszystkim w Europie Środkowej i zajmuje się wydobywaniem gazu oraz ropy naftowej, a także ich sprzedażą. Znaczna część prowadzonego wydobywania odbywa się ze złóż rosyjskich<sup>15</sup>. W 2021 roku spółka osiągnęła rekordowo wysoki zysk netto, a jej kondycja finansowa była najlepsza z całego okresu analizy.

Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A. (PGNiG) zadebiutowało na giełdzie w 2005 roku i podobnie jak Grupa Lotos, w 2022 roku zostało przejęte przez PKN Orlen. Obrót akcjami spółki na GPW w Warszawie został zawieszony 31 października 2022 roku<sup>16</sup>. Dotychczas spółka zajmowała się przede wszystkim wydobywaniem i sprzedażą ropy naftowej oraz gazu ziemnego<sup>17</sup>. Do 2020 roku kondycja finansowa spółki ulegała stopniowej poprawie, jednak w ostatnim roku analizy widocznie się pogorszyła.

<sup>11</sup> <https://www.zepak.com.pl/pl/o-firmie/informacje-o-spolce.html> [dostęp: 04.02.2023].

<sup>12</sup> <https://www.ornen.pl/pl/o-firmie> [dostęp: 05.02.2023].

<sup>13</sup> <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/lotos-zegna-sie-z-gielda,akcje,298854> [dostęp: 05.02.2023].

<sup>14</sup> [https://www.lotos.pl/147/poznaj\\_lotosa\\_nas](https://www.lotos.pl/147/poznaj_lotosa_nas) [dostęp: 05.02.2023].

<sup>15</sup> <https://molgroup.info/en/> [dostęp: 05.02.2023].

<sup>16</sup> <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/pgnig-zniknie-z-gpw-kto-zastapi-spolke-w-wig20,akcje,301070> [dostęp: 05.02.2023].

<sup>17</sup> <https://pgnig.pl/o-pgnig> [dostęp: 05.02.2023].

W okresie badawczym decyzja o wypłacie dywidend została podjęta tylko przez część analizowanych spółek, zob. tab. 2. Ponadto stopy dywidend definiowane jako stosunek wartości dywidend do cen rynkowych akcji zasadniczo się różniły, co przedstawiono w tab. 3.

Tabela 2. Struktura wypłat dywidend przez analizowane spółki za lata 2016–2021

Specyfikacja	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Liczba spółek, które wypłaciły dywidendę	8	6	6	5	5	5
Liczba spółek, które nie wypłaciły dywidendy	2	4	4	5	5	5
<b>Razem</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.stockwatch.pl/>

Tabela 3. Stopy dywidend za lata 2016–2021

Przedsiębiorstwo	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Elektrociepłownia „Będzin” S.A.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Čez A.S.	7,32%	5,96%	4,41%	6,80%	8,04%	4,47%
Enea S.A.	1,65%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AB Inter Rao Lietuva	15,28%	11,56%	16,24%	15,95%	11,94%	11,17%
Tauron Polska Energia S.A.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ze Pak S.A.	7,17%	11,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Grupa Lotos S.A.	1,71%	1,35%	3,42%	2,50%	0,00%	4,43%
MOL Magyar Olaj	2,87%	4,55%	4,34%	0,00%	3,78%	9,77%
PGNiG S.A. Zaliczka	2,92%	0,00%	1,98% 1,08%	1,70%	3,20%	0,00%
PKN Orlen S.A.	2,63%	3,55%	3,61%	1,63%	4,79%	4,55%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.stockwatch.pl/>

Jak przedstawiono w tab. 3, w horyzoncie badawczym na zróżnicowany poziom stóp dywidend wpływały zmiany poziomu wypłat dywidend, a także wahania cen akcji w długim okresie, co wynikało z przemian w sektorze i znaczących zmian w wynikach finansowych spółek.

Do wyznaczenia determinant wypłat dywidend w badanych sektorach wykorzystano model regresji. Za zmienną objaśnianą przyjęta została stopa dywidendy, natomiast za zmienne objaśniające przyjęte zostały wybrane determinanty wypłat dywidend, zob. tab. 4. Część z opisanych poprzednio determinant nie została uwzględniona w badaniu przez wzgląd na brak ogólnodostępnych danych.

Tabela 4. Charakterystyka zmiennych objaśniających

Rodzaj	Skrót	Opis zmiennej objaśniającej
Rynkowe	OKK	Wartość wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury w czerwcu w roku t-1
	PMI	Wartość indeksu PMI w czerwcu w roku t-1
	P/E	Wartość wskaźnika Cena/Zysk i-tej spółki w roku t-1
	P/BV	Wartość wskaźnika Cena/Wartość księgową i-tej spółki w roku t-1
Makroekonomiczne	PKB	Dynamika PKB w cenach stałych w roku t-1
	INF	Zmiana poziomu wskaźnika cen i usług konsumpcyjnych w roku t-1
	EUR	Kurs euro według archiwum notowań NBP na koniec roku t-1
	USD	Kurs dolara według archiwum notowań NBP na koniec roku t-1
	IMP	Dynamika importu w cenach stałych w roku t-1
	EXP	Dynamika eksportu w cenach stałych w roku t-1
Mikroekonomiczne	ZN	Zysk netto i-tej spółki w roku t-1
	ZZ	Zysk zatrzymany i-tej spółki w roku t-1
	PB	Płynność bieżąca i-tej spółki w roku t-1
	PS	Płynność szybka i-tej spółki w roku t-1
	SP	Poziom środków pieniężnych i-tej spółki na koniec roku t-1
	KK	Średnioważony koszt kapitału i-tej spółki w roku t-1
	ZO	Zadłużenie ogółem i-tej spółki w roku t-1
	ZKW	Zadłużenie kapitałów własnych i-tej spółki w roku t-1
	AM	Wartość amortyzacji i-tej spółki w roku t-1
	ROA	Rentowność aktywów i-tej spółki w roku t-1
	ROE	Rentowność kapitałów własnych i-tej spółki w roku t-1

Źródło: opracowanie własne

Do określenia siły dyspersji danej cechy wykorzystano współczynnik zmienności i na jego podstawie wykluczono zmienne objaśniające charakteryzujące się wartością współczynnika niższą niż 10%, zob. tab. 5.

Tabela 5. Współczynniki zmienności czynników objaśniających

Zmienna	Zmienność	Zmienna	Zmienność	Zmienna	Zmienność
OKK	595,1%	USD	5,9%	SP	102,7%
PMI	10,3%	IMP	3,6%	KK	31,3%
P/E	115,9%	EXP	1,8%	ZO	41,2%
P/BV	90,2%	ZN	147,4%	ZKW	83,3%
PKB	2,5%	ZZ	54,2%	AM	94,2%
INF	1,7%	PB	31,4%	ROA	472,6%
EUR	3,8%	PS	32,1%	ROE	272,5%

Źródło: opracowanie własne

Następnie zbadano korelację pozostałych w modelu zmiennych objaśniających i na jej podstawie wykluczono zmienne najbardziej skorelowane, dla których wartość współczynnika przekraczała 0,5, zob. tab. 6. Zdecydowano jednak o niewykluczeniu z modelu zmiennych SP oraz AM, których korelacja wyniosła 0,53, przez wzgląd na ich odmienną charakterystykę<sup>18</sup>.

Tabela 6. Korelacje zmiennych objaśniających

	OKK	PMI	P/E	P/BV	ZN	ZZ	PB	PS	SP	KK	ZO	ZKW	AM	ROA	ROE
OKK	1,00	0,74	0,11	0,08	0,16	0,03	0,02	-0,03	0,02	0,47	-0,09	0,06	-0,10	0,16	0,14
PMI	0,74	1,00	0,05	0,06	0,31	0,07	-0,07	-0,09	0,14	0,39	0,13	0,16	-0,03	0,06	0,19
P/E	0,11	0,05	1,00	0,24	0,06	-0,47	-0,01	0,10	0,05	-0,03	-0,04	0,24	0,45	0,11	0,06
P/BV	0,08	0,06	0,24	1,00	0,01	-0,67	0,22	0,35	-0,10	0,14	-0,06	0,24	-0,03	0,50	0,55
ZN	0,16	0,31	0,06	0,01	1,00	-0,05	0,46	0,11	0,69	0,49	-0,31	-0,24	0,57	0,31	0,25
ZZ	0,03	0,07	-0,47	-0,67	-0,05	1,00	-0,03	-0,20	0,07	-0,02	0,03	-0,12	-0,42	-0,35	-0,43
PB	0,02	-0,07	-0,01	0,22	0,46	-0,03	1,00	0,72	0,50	0,40	-0,65	-0,32	0,11	0,59	0,38
PS	-0,03	-0,09	0,10	0,35	0,11	-0,20	0,72	1,00	0,25	0,02	-0,47	-0,09	-0,02	0,55	0,38
SP	0,02	0,14	0,05	-0,10	0,69	0,07	0,50	0,25	1,00	0,39	-0,35	-0,21	0,53	0,21	0,09
KK	0,47	0,39	-0,03	0,14	0,49	-0,02	0,40	0,02	0,39	1,00	-0,30	-0,43	0,10	0,20	0,28
ZO	-0,09	0,13	-0,04	-0,06	-0,31	0,03	-0,65	-0,47	-0,35	-0,30	1,00	0,27	-0,23	-0,78	-0,19
ZKW	0,06	0,16	0,24	0,24	-0,24	-0,12	-0,32	-0,09	-0,21	-0,43	0,27	1,00	-0,08	-0,07	-0,39
AM	-0,10	-0,03	0,45	-0,03	0,57	-0,42	0,11	-0,02	0,53	0,10	-0,23	-0,08	1,00	0,12	0,01
ROA	0,16	0,06	0,11	0,50	0,31	-0,35	0,59	0,55	0,21	0,20	-0,78	-0,07	0,12	1,00	0,64
ROE	0,14	0,19	0,06	0,55	0,25	-0,43	0,38	0,38	0,09	0,28	-0,19	-0,39	0,01	0,64	1,00

Źródło: opracowanie własne

W końcowym modelu pozostało 10 zmiennych objaśniających, które zostały przedstawione w tab. 7, a ostateczna funkcja regresji została opisana wzorem (1).

$$\begin{aligned} \hat{y} = & 0,0846 - 8,96 \times 10^{-5} x_1 - 0,0008 x_2 - 0,0760 x_3 + 0,0072 x_4 \\ & - 2,59 \times 10^{-9} x_5 + 0,0612 x_6 - 0,0093 x_7 + 0,0048 x_8 - 2,10 \times 10^{-9} x_9 + 0,0829 x_{10} \end{aligned} \quad (1)$$

<sup>18</sup> Poziom posiadanych przez spółkę środków pieniężnych jest uzależniony od wpływów i wydatków przedsiębiorstwa. Natomiast amortyzacja jest kosztem pomniejszającym wynik finansowy, który nie jest związany z przepływem pieniądza.

Tabela 7. Wyniki modelu regresji

Specyfikacja	Symbol	Współczynniki regresji	Błąd standardowy	t Stat	Wartość <i>p</i>
Przecięcie	—	0,0846	0,0330	2,5616	0,0135
OKK	$x_1$	$-8,96 \times 10^{-5}$	0,0003	-0,2640	0,7929
P/E	$x_2$	-0,0008	0,0004	-2,2241	0,0308
ZZ	$x_3$	-0,0760	0,0128	-5,9188	$3,12 \times 10^{-7}$
PS	$x_4$	0,0072	0,0135	0,5281	0,5998
SP	$x_5$	$-2,59 \times 10^{-9}$	$2,11 \times 10^{-9}$	-1,2240	0,2268
KK	$x_6$	0,0612	0,1753	0,3491	0,7285
ZO	$x_7$	-0,0093	0,0151	-0,6161	0,5407
ZKW	$x_8$	0,0048	0,0033	1,4506	0,1533
AM	$x_9$	$-2,10 \times 10^{-9}$	$2,59 \times 10^{-9}$	-0,8117	0,4209
ROE	$x_{10}$	0,0829	0,0177	4,6830	$2,27 \times 10^{-5}$

Źródło: opracowanie własne

Współczynnik determinacji przedstawionego modelu regresji kształtował się na poziomie  $R^2 = 80,08\%$ , co wskazuje na to, że ponad 80% zmian poziomu wypłat dywidend jest uzależnione od wykorzystanych w modelu zmiennych. Ponadto odchylenie standardowe reszt modelu wyniosło 0,02, co świadczy o stosunkowo niskim błędzie pomiarowym. Poziom istotności dla modelu wynosił  $6,41 \times 10^{-14}$ , co wskazuje na to, że model odzwierciedla charakterystykę całej populacji, a wyniki można przełożyć na inne przedsiębiorstwa badanych sektorów, nieuwzględnione w modelu.

Wartość *p* trzech czynników uwzględnionych w modelu nie przekraczała 5%, dlatego można uznać je za istotne statystycznie. Na tej podstawie można wywnioskować, że determinantami wypłat dywidend był wskaźnik Cena/Zysk, poziom zysku zatrzymanego oraz rentowność kapitałów własnych.

Ostatnim elementem badania było przeprowadzenie testów odporności uzyskanych wyników. Pierwotny model uwzględniał wartości wskaźników OKK oraz PMI z roku *t-1*. Jednak przedsiębiorstwa najczęściej podejmują decyzję o wypłacie dywidend na podstawie bieżącego stanu koniunktury. Dlatego w drugim modelu uwzględniono wartości obu wskaźników z roku *t*, mimo iż stan koniunktury dla całego roku nie był znany. Współczynniki zmienności obu wskaźników były na poziomie powyżej 10%, jednak ze względu na korelację na poziomie 0,72, w drugim modelu pozostawiono jedynie wskaźnik OKK. Poziom determinacji nowego modelu kształtował się na poziomie  $R^2 = 79\%$ , a poziom istotności wynosił  $1,64 \times 10^{-13}$ . Ponadto podobnie jak w pierwszym modelu, odchylenie standardowe wyniosło 0,02. Zmiana danych wejściowych znacząco wpłynęła na wyniki końcowe, co przedstawiono w tab. 8. Drugi model regresji został opisany wzorem 2.

$$\hat{y} = 0,0475 - 0,0007x_1 + 0,0007x_2 - 0,0734x_3 + 0,0047x_4 - 2,78 \times 10^{-9}x_5 + 0,1492x_6 - 0,0149x_7 + 0,0031x_8 - 4,27 \times 10^{-9}x_9 + 0,0814x_{10} \quad (2)$$

Tabela 8. Wyniki drugiego modelu regresji

Specyfikacja	Symbol	Współczynniki regresji	Błąd standardowy	t Stat	Wartość p
Przecięcie	—	0,0475	0,0632	0,7517	0,4559
OKK	$x_1$	-0,0007	0,0005	-1,5751	0,1217
P/E	$x_2$	0,0007	0,0009	0,7215	0,4740
ZZ	$x_3$	-0,0734	0,0128	-5,7293	$6,10 \times 10^{-7}$
PS	$x_4$	0,0047	0,0137	0,3427	0,7333
SP	$x_5$	$-2,78 \times 10^{-9}$	$2,21 \times 10^{-9}$	-1,2592	0,2139
KK	$x_6$	0,1492	0,1823	0,8182	0,4172
ZO	$x_7$	-0,0149	0,0156	-0,9579	0,3428
ZKW	$x_8$	0,0031	0,0032	0,9781	0,3328
AM	$x_9$	$-4,27 \times 10^{-9}$	$2,45 \times 10^{-9}$	-1,7442	0,0874
ROE	$x_{10}$	0,0814	0,0177	4,5955	$3,0 \times 10^{-5}$

Źródło: opracowanie własne

W drugim modelu jedynie dwa czynniki były istotne statystycznie. Dlatego do determinant wypłat dywidend można zaliczyć rentowność kapitałów własnych oraz poziom zysku zatrzymanego. Ponadto można zauważyć, że zmienna P/E, która w drugim modelu nie była istotna statystycznie, przejawiała różną charakterystykę w obu modelach. W pierwszym modelu wykazywała własności stymulujące wypłaty dywidend, natomiast w drugim modelu wykazywała negatywny wpływ na poziom wypłat.

#### 4. Podsumowanie

Determinanty wypłat dywidend są kluczowym aspektem, na który powinni zwracać uwagę inwestorzy dokonujący zakupu akcji danej spółki. Podejmując decyzję o powierzeniu środków finansowych danemu przedsiębiorstwu, należy uwzględnić nie tylko jego obecną sytuację finansową, ale również stan koniunktury oraz sytuację rynkową. Z drugiej strony, zarząd spółki podejmujący decyzję o podziale wygenerowanego w danym roku obrotowym zysku musi brać pod uwagę nie tylko wyniki finansowe, ale również preferencje akcjonariuszy i potencjał inwestycyjny firmy. Inwestorzy swoje decyzje często opierają na wycenie spółki i jej niedowartościowaniu lub przewartościowaniu. Z tego względu odpowiednia polityka

dywidendowa ma tak duże znaczenie, ponieważ wielkość wypłacanej dywidendy na ogół przekłada się na cenę akcji przedsiębiorstwa na giełdzie.

Z przeprowadzonych badań wynika, że determinantami wypłat dywidend w analizowanych sektorach są poziom rentowności kapitałów własnych, poziom zysku zatrzymanego oraz wartość wskaźnika Cena/Zysk. Pierwszy model wskazuje na pozytywny wpływ wzrostu wartości wskaźnika ROE na poziom wypłat dywidend oraz na negatywny wpływ wzrostu poziomu zysku zatrzymanego oraz wzrostu wartości wskaźnika Cena/Zysk. Drugi model, zbudowany w ramach testów odporności, potwierdza wpływ zysku zatrzymanego oraz wskaźnika ROE na wypłaty dywidend, jednak nie wskazuje wskaźnika Cena/Zysk jako determinanty, ponieważ okazał się on nieistotny statystycznie. Tym samym otrzymane wyniki są zgodne z wynikami badań Bartłomieja Jabłońskiego z 2017 roku oraz z 2014 roku odnośnie do wpływu poziomu zysku zatrzymanego oraz wskaźnika Cena/Zysk na wypłaty dywidend. Ponadto można stwierdzić zbieżność wyników odnoszących się do wpływu poziomu rentowności kapitałów własnych na poziom wypłat dywidend z badaniami przeprowadzonymi przez Witolda Gabrusewicza w 2007 roku.

Na poziom wypłat dywidend za 2022 rok w badanych sektorach może również wpłynąć sytuacja związana z inwazją Rosji na Ukrainę. Do tej pory ta sytuacja wpłynęła już na gospodarkę wielu państw, a nałożone na Rosję sankcje przełożyły się również na wyniki finansowe przedsiębiorstw utrzymujących stosunki handlowe z Rosją. Spośród analizowanych spółek trzy przedsiębiorstwa poniosły już konsekwencje wynikające z rosyjskiej agresji. W przypadku spółki AB Inter Rao Lietuva zablokowany został obrót akcjami na GPW w Warszawie. Ponadto w wyniku odcięcia dopływu rosyjskiego gazu, obsługiwanego przez PGNiG, wyniki finansowe przedsiębiorstwa za 2022 rok mogą się również pogorszyć. Obecna sytuacja może wpłynąć również na przedsiębiorstwo MOL Magyar Olaj, które prowadzi wydobycie gazu i ropy naftowej głównie na terenie Rosji i Kazachstanu.

W przyszłości na poziom wypłacanych dywidend w badanych sektorach może również wpłynąć zauważalny wzrost poziomu inflacji oraz pogorszenie nastrojów gospodarczych. Największe spółki sektora do tej pory charakteryzowały się regularnymi wypłatami dywidend, mimo iż wyniki finansowe analizowanych przedsiębiorstw pogarszały się w badanym okresie. Może to jednak wynikać z posiadanych przez Skarb Państwa udziałów w tych spółkach oraz wielkości wpływów budżetowych z wypłacanych przez nie dywidend.

## Literatura

- Bednarz J., Gostomski E., 2006, *Finansowanie działalności gospodarczej*, Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Coyle D., 2014, *GDP: A brief but affectionate history*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Gabrusewicz W., 2007, *Podstawy analizy finansowej*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Gabrusewicz W., 2014, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- <https://bdm.stat.gov.pl> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://for.org.pl/pl/rozdzial-ii-inwestycje-a-wzrost-polskiej-gospodarki-za-malo-inwestycji-prywatnych> [dostęp: 23.01.2023].
- <https://interrao.lt/pl/o-nas-pl/> [dostęp: 04.02.2023].
- <https://ir.enea.pl/grupa-enea> [dostęp: 04.02.2023].
- <https://molgroup.info/en/> [dostęp: 05.02.2023].
- [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html#corpgov](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#corpgov) [dostęp: 27.01.2023].
- <https://pgnig.pl/o-pgnig> [dostęp: 05.02.2023].
- <https://pl.investing.com/economic-calendar/polish-manufacturing-pmi-1304> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-10-year-bond-yield#> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/inne-opracowania/informacje-o-sytuacji-spoleczno-gospodarczej/biuletyn-statystyczny-nr-62022,4,127.html> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przetworstwie-przemyslowym-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2022-czerwiec-2022,4,62.html> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://stooq.pl/n/?f=1475910> [dostęp: 04.02.2023].
- <https://www.biznesradar.pl> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://www.cez.cz/en/cez-group/about-cez> [dostęp: 04.02.2023].
- <https://www.ecbedzin.pl/firma> [dostęp: 04.02.2023].
- <https://www.gov.pl/web/oecd/przeglad-polityki-energetycznej-polski-2022> [dostęp: 22.01.2023].
- [https://www.lotos.pl/147/poznaj\\_lotos/o\\_nas](https://www.lotos.pl/147/poznaj_lotos/o_nas) [dostęp: 05.02.2023].
- <https://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/ar-cha.ascx> [dostęp: 27.01.2023].
- <https://www.orlen.pl/pl/o-firmie> [dostęp: 05.02.2023].
- <https://www.stockwatch.pl/> [dostęp: 07.02.2023].
- <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/lotos-zegna-sie-z-gielda,akcje,298854> [dostęp: 05.02.2023].
- <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/pgnig-zniknie-z-gpw-kto-zastapi-spolke-w-wig20,akcje,301070> [dostęp: 05.02.2023].
- <https://www.tauron.pl/tauron/o-tauronie> [dostęp: 04.02.2023].
- <https://www.ure.gov.pl/paliwa-ciekle/charakterystyka-ryнку/10374,2021.html> [dostęp: 22.01.2023].
- <https://www.zepak.com.pl/pl/o-firmie/informacje-o-spolce.html> [dostęp: 04.02.2023].
- Jabłoński B., 2012, Powiązanie strategii wypłaty dywidendy z rentownością kapitału własnego, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 56 (737): 385–397.
- Jabłoński B., 2014, *Determinanty polityki dywidend*, Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.

- Jabłoński B., Prymon K., 2017, *Polityka dywidend współczesnego przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Każmierska-Józwiak B., 2019, *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy*, Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Kowerski M., 2011, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Kraków–Rzeszów–Zamość: Konsorcjum Akademickie, Wydawnictwo WSE w Krakowie, WSiiz w Rzeszowie i WSiA w Zamościu.
- Kuciński A., 2012, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Gorzów Wielkopolski: Wydawnictwo Naukowe Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim.
- Michalski G., 2013, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ministerstwo Aktywów Państwowych, 2021, *Transformacja sektora elektroenergetycznego w Polsce. Wydzielenie wytwórczych aktywów węglowych ze spółek z udziałem Skarbu Państwa*, Warszawa.
- Pabianiak P., 2016, *Analiza Finansowa Przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Business Concepts.
- Pieloch-Babiarz A., 2018, Zróżnicowanie determinant wypłaty dywidendy przez przemysłowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2017, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 2 (92): 313–324.
- Rutkowski A., 2016, *Zarządzanie finansami*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Sierpińska M., 1999, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Warszawa–Kraków: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Zyguła A., 2019, *Wypłaty dywidend a wartość dla akcjonariuszy*, Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

## **Determinants of the dividend policy of the companies from the energy and fuel sectors listed on the Warsaw Stock Exchange**

**Abstract.** The aim of the article is to designate the determinants of the dividend policy of the companies from the energy and fuel sectors listed on the Warsaw Stock Exchange. For this purpose, the stimulating and destimulating factors of dividend payouts were presented, and a dependent variable and explanatory variables were defined, which enabled the construction of a regression model. The verification of the factors with the greatest impact on the decisions on the dividend payouts was made.

**Keywords:** dividend, dividend policy, determinants of dividend policy, regression model