

Robert Zajkowski*

Cele działalności przedsiębiorstw rodzinnych a wybrane determinanty polityki dywidendy

Wstęp

Celem artykułu jest identyfikacja i prezentacja zależności występujących pomiędzy różnymi celami funkcjonowania przedsiębiorstwa rodzinnego a wybranymi determinantami kształtującymi politykę dywidendy. Bazując na wynikach badań bezpośrednich, zbudowane zostały adekwatne modele regresji, których zadaniem było zweryfikowanie na poziomie statystycznym zależności pomiędzy wyróżnionymi grupami zmiennych. Okazało się, że przynajmniej część zidentyfikowanych, istotnych statystycznie współzależności potwierdziła wyniki wcześniejszych badań opublikowanych w literaturze przedmiotu. Przykładowo utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od innych podmiotów, zapewnienie silnego tempa wzrostu, a także utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami zwiększa poziom potrzeb inwestycyjnych, co w konsekwencji wpływa negatywnie na poziom wypłacanych dywidend. Inne zidentyfikowane zależności wydają się być natomiast dobrym punktem wyjścia do prowadzenia dalszych prac badawczych. Dane liczbowe wykorzystane w pracy zostały zgromadzone w ramach projektu NCN 2012/07/B/HS4/00455 „Ład korporacyjny, struktura własnościowa i wyniki finansowe przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce i Austrii – analiza porównawcza”.

1. Determinanty polityki dywidendy w przedsiębiorstwie

Od czasu, kiedy ukazały się pierwsze publikacje dotyczące problematyki kształtowania wypłat dywidendy, stanowi ona jeden z kluczowych i wciąż kontrowersyjnych aspektów zarządzania finansami podmiotów gospodarczych. Początkowo badania poświęcone były analizie zależności występujących pomiędzy wskaźnikami wypłat dywidendy a zmianami rentowności przedsiębiorstw w czasie [Lintner, 1956, s. 97–113]. Na przestrzeni lat liczne opracowania, bazujące zarówno na wynikach badań bezpośrednich, jak również obserwacjach decyzji przedsiębiorstw, ukazały olbrzymią złożoność i wielopłaszczyznowość tej problematyki. Doprowadziły też do sformułowania szeregu teorii i hipotez zmierzających do

* Dr, Katedra Bankowości, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, pl. Marii Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin, robert.zajkowski@umcs.lublin.pl

wyjaśnienia różnych sposobów postępowania jednostek gospodarczych w tym obszarze. Jednym z głównych, nieustannie analizowanych wątków jest zależność poziomu wypłat dywidendy od struktury własnościowej, która w mniejszym lub większym stopniu odwołuje się do teorii agencji i kosztów agencji. Udowadnia się przy tym różnice poziomu wypłat dywidendy w firmach kontrolowanych przez rodzinę, należących do Skarbu Państwa, będących własnością instytucji finansowych, należących do nierezydentów, czy też kontrolowanych przez pojedyncze osoby prawne lub fizyczne [Chen i inni, 2005, s. 431–449; Gugler, 2003, s. 1297–1321; Khan, 2006, 172–189].

M. Miller i F. Modigliani na gruncie teorii nieistotności dywidendy udowadniali, że poziom wypłat nie wywiera wpływu na wartość przedsiębiorstwa, gdyż ta zależy od oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka [Miller, Modigliani, 1961, s. 412; Brigham, Houston, 2011, s. 484]. W związku z tym zmiana polityki dywidendy powoduje ich zdaniem jedynie przesunięcie proporcji podziału zysku firmy pomiędzy dywidendę i korzyści z tytułu wzrostu wartości akcji/udziałów [Wrońska, 2006, s. 397].

W opozycji do teorii nieistotności dywidendy znajduje się koncepcja „wróbla w garści”. Zgodnie z nią inwestorzy preferują możliwość otrzymania dywidendy „teraz” niż konieczność oczekiwania na znacznie bardziej ryzykowne zyski kapitałowe [Keown i inni, 2007, s. 418]. Inwestorzy chętniej więc kupują akcje tych firm, które wypłacają wysokie dywidendy, przez co jednocześnie wpływają na wzrost ich cen.

Według teorii sygnalizacji dywidenda posiada charakter pozytywnego impulsu wysyłanego przez przedsiębiorstwo do obecnych i przyszłych inwestorów. Jego zadaniem, w warunkach asymetrii informacji, jest uświadomienie różnym grupom interesariuszy, że podmiot gospodarczy przewiduje osiągnięcie pozytywnych efektów ekonomicznych i przepływów finansowych w przyszłości [Bhattacharya, 1979, s. 259–270].

Zgodnie natomiast z teorią preferencji podatkowych [Litzenberger, Ramaswamy, 1979, s. 163–195] inwestorzy, ze względu na możliwość optymalizacji poziomu płaconych danin, mogą korzystniej oceniać fakt zatrzymywania zysków przez przedsiębiorstwo, licząc na niżej opodatkowane dochody kapitałowe. W praktyce oznacza to więc włączanie do portfela inwestycyjnego tych jednostek gospodarczych, które wypłacają niższe dywidendy, a tym samym wywieranie presji na wzrost cen ich akcji lub udziałów.

Na tle ogólnych teorii opisujących kształtowanie polityki dywidendy znaleźć można szereg publikacji, w których zaprezentowane zostały wyniki badań ukazujące jednostkowe zależności pomiędzy różnymi aspektami funkcjonowania przedsiębiorstw (odzwierciedlonymi przez odpowiednie

wskaźniki, mierniki, wartości liczbowe itp.) a kwotami (wskaźnikami, stopami) wypłacanych dywidend. Przykładowo z badań przeprowadzonych przez M. Myersa wynika, że nominalne wartości zysków, stopa zysku, własność instytucjonalna oraz relacja długów do kapitałów wywierają istotny wpływ na decyzje w zakresie dywidendy [Myers, 2004, s. 1–12]. Z badań S. Kanii i F. Bacona wynika z kolei, iż takie zmienne, jak wzrost sprzedaży, ekspansja czy *insider ownership*¹, posiadają negatywny wpływ na decyzje firm w zakresie wypłat dywidendy [Kania, Bacon, 2005, s. 97–107]. W pracy B. Kaźmierskiej-Jóźwiak badane były wpływy poziomu dźwigni, płynności, rentowności, wielkości firmy i ryzyka jako czynników determinujących kształtowanie polityki dywidendy spółek spoza sektora finansowego, notowanych na GPW. Autorka udowodniła, że wystąpiły ujemne zależności pomiędzy rentownością i płynnością a wypłatami z zysku. Pozytywny związek wystąpił natomiast w przypadku wielkości podmiotu gospodarczego, mierzonej wartością aktywów [Kaźmierska-Jóźwiak, 2013, s. 476]. Według części autorów zauważalna jest także ujemna relacja pomiędzy potrzebami i wydatkami inwestycyjnymi firm a skłonnością do wypłaty dywidendy. Generalnie podmioty wdrażające plany inwestycyjne wypłacają niższe lub zaprzestają wypłat z zysku na rzecz właścicieli [Deshmukh, 2003, s. 351–368]. Reasumując, warto przytoczyć fragment pracy G. Hellström i G. Inagambaev, w której zebrane zostały wnioski różnych badaczy pokazujące, które parametry opisujące sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa wykazują negatywną, a które pozytywną korelację z poziomem wypłat dywidendy. Autorzy wskazali, że pozytywne współzależności występują pomiędzy poziomem wypłat dywidendy a liczbą udziałowców, występowaniem w strukturze własnościowej Skarbu Państwa, wielkością przedsiębiorstwa (mierzoną poziomem obrotów lub liczbą zatrudnionych), przepływami pieniężnymi, przepływami pieniężnymi netto, rentownością (EBIT/aktywa razem, ROE), podatkami (stopa opodatkowania), zyskiem zatrzymanym i ryzykiem (malejący poziom ryzyka). Negatywne natomiast zależności występują po zestawieniu poziomu wypłat dywidendy z ryzykiem (miary ryzyka, współczynnik beta), *insider ownership*, orientacją na wzrost, wskaźnikiem: wartość rynkowa do wartości księgowej akcji oraz dźwignią finansową (dług/kapitał własny) [Hellström, Inagambaev, 2012, s. 23].

¹ *Insider ownership* – akcje/udziały będące własnością osób posiadających dostęp do informacji wewnętrznych, niedostępnych przeciętnemu inwestorowi zewnętrznemu, np. akcje spółki będące własnością członków jej zarządu, kluczowych menedżerów itp. Termin ten bywa czasami tłumaczony na język polski jako „własność insiderska”, jednakże wydaje się, że przyjęcie oryginalnej pisowni jest bardziej prawidłowe.

2. Determinanty polityki dywidendy w przedsiębiorstwie rodzinnym

Wyniki badań prowadzonych w różnych częściach świata potwierdzają, że „skłonność” i poziom wypłacanych dywidend, mierzone za pomocą wskaźników relacyjnych, są wyższe w firmach rodzinnych niż nierodzinnych [Isakov, Weisskopf, 2015, s. 330–344]. Część badaczy podkreśla, że zachowania tego rodzaju są spowodowane przez fakt, że firmy rodzinne zorientowane są nie tylko na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa, ale również realizują szereg celów pozaekonomicznych [Corbetta, Salvato, 2004, s. 355–362]. Przykładem może być chociażby budowa odpowiedniej reputacji przedsiębiorstwa poprzez np. okazanie „dobrego traktowania” współwłaścicieli mniejszościowych [Gomes, 2000, s. 615–646]. Zbliżone wnioski znaleźć można w innych badaniach, gdzie podkreśla się, iż rolą dywidendy w przedsiębiorstwach, szczególnie zdominowanych przez rodzinę, jest łagodzenie negatywnych konsekwencji wynikających z „napięć agencyjnych” [Block, 2012, s. 248–265]. Część autorów podkreśla, że w firmach rodzinnych ścierają się „potrzeby rodziny” z realnym poziomem obiektywnych efektów ekonomicznych przedsiębiorstwa. Zdarza się więc, że firma wypłaca wyższe dywidendy, niż wynika to z jej sytuacji ekonomicznej, chcąc zaspokoić oczekiwania i potrzeby członków rodziny [Yrjö Collin, Ahlberg, 2012, s. 28]. Jak łatwo więc zauważyć, istnieje cała gama różnorodnych czynników wpływających na kształtowanie polityki dywidendy, typowych dla wszystkich rodzajów przedsiębiorstw, na tle których zidentyfikować można indywidualne uwarunkowania charakterystyczne dla firm rodzinnych. W kontekście analizy porównawczej przedsiębiorstw rodzinnych istotne wydają się być spostrzeżenia zaprezentowane przez M. Bertranda i A. Schoara. Wykazali oni, że takie czynniki, jak zarządzanie w perspektywie długoterminowej, zastępowanie i osłabianie formalnej struktury oraz koniugacje polityczne mogą wzmacniać efektywność ekonomiczną firm rodzinnych. Z drugiej strony natomiast nepotyzm, spuścizna rodziny, normy dziedziczenia mogą wpływać negatywnie [Bertrand, Schoar, 2006, s. 73–96].

Spostrzeżenia te stały się punktem wyjścia do rozważań zawartych w dalszej części opracowania. Mianowicie w oparciu o dane empiryczne zgromadzone w ramach badań bezpośrednich prowadzonych dla potrzeb projektu NCN: „Ład korporacyjny, struktura własnościowa i wyniki finansowe przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce i Austrii – analiza porównawcza” interesujące wydało się zbadanie związków występujących pomiędzy różnorodnymi celami przedsiębiorstw rodzinnych a wybranymi determinantami kształtującymi poziom wypłat dywidendy. Bazując na

przedstawionych wynikach *desk research*, sformułowane zostały trzy hipotezy badawcze:

H₁: Realizacja celów przedsiębiorstwa zorientowanych na długookresowy wzrost negatywnie wpływa na stopę wypłat dywidendy w średnich i dużych przedsiębiorstwach rodzinnych w Polsce.

H₂: Realizacja celów przedsiębiorstwa zorientowanych na zaspokajanie potrzeb członków rodziny pozytywnie warunkuje czynniki wypłat dywidendy, wpływając na zwiększenie skali wypłat w średnich i dużych przedsiębiorstwach rodzinnych w Polsce.

H₃: Ograniczanie ryzyka wyrażone poprzez wyższą percepcję celów w tym zakresie oddziałuje negatywnie na dywidendy wypłacane przez średnie i duże przedsiębiorstwa rodzinne w Polsce.

Hipotezy te zostały następnie poddane weryfikacji za pomocą wybranych metod ilościowych.

3. Próba badawcza i zmienne

Proces gromadzenia danych przeprowadzony został w drugiej połowie 2014 r. Badaniom poddane zostały średnie i duże przedsiębiorstwa polskie, reprezentujące zarówno firmy rodzinne, jak też nierodzinne. Łącznie przebadano 758 podmiotów, spośród których na podstawie wskaźnika SFI (*Substantial Family Influence*) [Klein, 2000, s. 157–173] wyodrębnionych zostało 396 firm rodzinnych. Przeciętny wiek badanych przedsiębiorstw rodzinnych wynosił 21 lat. Zdecydowana większość z nich (68%) pozostawała w rękach pierwszej generacji, 31% zadeklarowało udział drugiej generacji w grupie współwłaścicieli, a udział trzecich i dalszych pokoleń wskazał zaledwie 1% badanych. Przeciętne zatrudnienie w grupie badanych firm rodzinnych wyniosło 114 osób, co pozwalało je zakwalifikować do średnich podmiotów. Analizowane jednostki gospodarcze okazały się natomiast relatywnie małe pod względem przychodów (75,2% wykazało przychody niższe niż 10 mln euro średniorocznie). Większość badanych podmiotów, tj. 57,1%, działała w sferze produkcji, 13,8% w budownictwie, a pozostałe w innych sektorach. Przedsiębiorstwa okazały się być zdywersyfikowane pod względem dominującego obszaru działalności. Zgodnie z uzyskanymi wynikami 43% przedsiębiorstw realizowało ponad połowę przychodów na terenie własnego kraju, 43% na obszarze regionu, a 19% za granicą.

Spśród informacji zgromadzonych w trakcie procesu badawczego wyodrębnione zostały dwie grupy zmiennych. Pierwszą z nich były zmienne endogeniczne obejmujące cztery wybrane determinanty polityki dywidendy, tj.: y_1 – potrzeby inwestycyjne, y_2 – potrzeby w zakresie płynności, y_3 – ryzyko działalności, y_4 – stabilny poziom wypłat z zysku.

Zmienne egzogeniczne to z kolei zbiór celów funkcjonowania przedsiębiorstw rodzinnych, obejmujących: x_1 – długookresowy wzrost wartości przedsiębiorstwa, x_2 – krótkookresową maksymalizację zysków, x_3 – utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od podmiotów trzecich, x_4 – zapewnienie silnego tempa wzrostu przedsiębiorstwa, x_5 – utrzymanie istnienia przedsiębiorstwa w długim okresie, x_6 – minimalizację ryzyka ekonomicznego, x_7 – utrzymanie bądź stworzenie miejsc pracy, x_8 – tworzenie majątku bądź zapewnienie wysokiego standardu życia głównego przedsiębiorcy bądź rodziny przedsiębiorcy, x_9 – zatrudnienie członków rodziny w przedsiębiorstwie, x_{10} – przekazanie przedsiębiorstwa następnej generacji rodziny przedsiębiorcy, x_{11} – rozpowszechnienie systemu wartości głównego właściciela bądź rodziny przedsiębiorcy oraz utrzymanie tradycji rodzinnych, x_{12} – ścisłe, długotrwałe związki z podmiotami trzecimi (jak dostawcy, izby gospodarcze, instytucje państwowe itp.).

Stosując skalę nominalną, określone zostało znaczenie w działalności przedsiębiorstwa zarówno determinant polityki dywidendy, jak również poszczególnych celów działalności, przy czym 1 oznacza bardzo małe, a 5 bardzo duże znaczenie wyszczególnionych czynników.

4. Korelacja i regresja analizowanych zmiennych

Analizowane zmienne wykazały znaczną liczbę istotnych związków korelacyjnych (por. tablica 1 – wartości wytluszczone), zarówno na poziomie 0,05, jak też 0,01. Wskazuje to więc na występowanie szeregu współzależności, zarówno o charakterze dodatnim, jak i ujemnym pomiędzy zmiennymi endogenicznymi i egzogenicznymi, jak również w obrębie poszczególnych grup czynników.

Zgodnie z ogólnymi zasadami doboru zmiennych do modeli ekonometrycznych [Sobczyk, 2013, s. 17] występowanie korelacji stanowi „dobre podstawy” do osądu, iż budowa modeli regresji może skutkować identyfikacją istotnych zależności przyczynowo-skutkowych. Modele regresji ukazujące wpływ zmiennych objaśniających (x) na poszczególne zmienne objaśniane (y) zebrane zostały w tablicy 2. Weryfikacja statystyczna wykazała, że cele działalności przedsiębiorstwa, jak długookresowy wzrost wartości (x_1), utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od innych podmiotów (x_3), zapewnienie silnego tempa wzrostu (x_4) oraz utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami (x_{12}) oddziałuje dodatnio na poziom potrzeb inwestycyjnych (y_1), co w konsekwencji, zgodnie z wynikami szeregu badań, wpływa negatywnie (zmniejsza) na poziom wypłacanych dywidend [Nizar Al-Malkawi, 2008, s. 183–184]. Wyniki badań potwierdziły więc w całości hipotezę H_1 . Z drugiej strony zauważyć należy, że realizacji

Tablica 1. Korelacja czynników warunkujących politykę dywidendy od celów funkcjonowania przedsiębiorstwa

	Y_1	Y_2	Y_3	Y_4	Y_1	Y_2	Y_3	Y_4	Y_1	Y_2	Y_3	Y_4	X_4	X_5	X_6	X_7	X_8	X_9	X_{10}	X_{11}	X_{12}
Y_1	Pearson N	1 ,280** 380	,547** 379	,232** 376	,139** 367	-,022 364	,093 365	,078 373	,032 369	-,034 368	-,006 368	-,102 356	,113 284	,100 324	,098 337	,167** 364					
Y_2	Pearson N	1 381	,241** 380	,405** 377	,056 367	,139** 365	-,025 366	,049 374	-,056 370	-,032 369	-,045 369	,146** 357	,156** 284	,109** 324	,062 337	,161** 364					
Y_3	Pearson N		1 380	,177** 377	,062 366	-,078 364	,067 365	-,043 373	,023 369	-,069 368	-,062 368	-,111** 356	,061 283	,024 323	,031 336	,112** 363					
Y_4	Pearson N			1 377	,015 363	,016 361	,053 362	,011 370	,003 366	-,133** 365	-,020 365	,061 353	,132** 281	,020 320	-,011 333	,068 360					
X_1	Pearson N				1 381	-,068 365	,213** 368	,350** 377	,251** 372	,290** 371	,203** 370	,165** 358	,114 289	,198** 327	,209** 341	,088 368					
X_2	Pearson N					1 378	,068 364	,053 372	-,103** 367	-,003 369	,039 366	,244** 355	,214** 282	,125* 323	,119* 337	,053 365					
X_3	Pearson N						1 379	,243** 377	,199** 373	,183** 371	,154** 369	,095 359	,067 284	,181** 326	,155** 339	,128** 367					
X_4	Pearson N							1 389	,294** 382	,397** 380	,372** 379	,133* 366	,006 294	,158** 333	,157** 346	,108** 374					
X_5	Pearson N								1 385	,296** 375	,280** 374	,012 361	-,077 290	,172** 328	,123* 340	,070 367					
X_6	Pearson N									1 383	,401** 375	,000 363	-,014 290	,113* 329	,149** 344	,134** 371					
X_7	Pearson N										1 383	,091 363	,067 291	,154** 329	,239** 343	,178** 369					
X_8	Pearson N											1 371	,265** 288	,307** 341	,202** 341	,010 362					
X_9	Pearson N												1 297	,393** 280	,421** 289	,306** 289					
X_{10}	Pearson N													1 338	,462** 323	,207** 330					
X_{11}	Pearson N														1 351	,347** 344					
X_{12}	Pearson N															1 378					

*, p < 0,05 (dwustronnie); **, p < 0,01 (dwustronnie)

Źródło: Obliczenia własne.

potrzeb inwestycyjnych nie sprzyjają plany związane z utrzymaniem lub tworzeniem miejsc pracy (x_7) lub też dotyczące tworzenia majątku lub zorientowane na kreowanie wysokiego standardu życia głównego przedsiębiorcy lub rodziny przedsiębiorcy (x_8). Na poziomie statystycznym potwierdzona została więc częściowo hipoteza H_2 (brak istotnej statystycznie zależności dla zmiennej x_9 – zatrudnienie członków rodziny w przedsiębiorstwie oraz x_{11} – rozpowszechnienie systemu wartości głównego właściciela bądź rodziny przedsiębiorcy oraz utrzymanie tradycji rodzinnych).

Tablica 2. Modele regresji opisujące zależność czynników warunkujących politykę dywidendy od celów funkcjonowania przedsiębiorstwa

	y_1 potrzeby inwestycyjne		y_2 płynność		y_3 ryzyko		y_4 stabilny poziom wypłat z zysku	
	B	t	B	t	B	t	B	t
stała	1,692	1,823 (0,0697)	2,242	2,294 (0,0228)	3,332	3,553 (0,0005)	2,850	2,998 (0,003)
x_1	,210	1,855 (0,065)	,041	,344 (0,7309)	,065	,564 (0,5732)	,017	,149 (0,8819)
x_2	-,019	-,248 (0,8043)	,074	,938 (0,3492)	-,198	-2,598 (0,0101)	-,054	-,698 (0,4858)
x_3	,157	1,711 (0,0886)	,042	,435 (0,6642)	,200	2,160 (0,0319)	,056	,600 (0,5489)
x_4	,290	2,204 (0,0286)	,171	1,236 (0,218)	,040	,298 (0,7664)	,049	,358 (0,7204)
x_5	,034	,194 (0,8463)	-,141	-,759 (0,4487)	,136	,760 (0,4482)	,045	,245 (0,8066)
x_6	-,156	-1,207 (0,2289)	-,215	-1,576 (0,1165)	-,314	-2,400 (0,0173)	-,395	-2,975 (0,0033)
x_7	-,255	-2,415 (0,0166)	-,123	-1,103 (0,2713)	-,203	-1,894 (0,0596)	,040	,363 (0,7173)
x_8	-,197	-2,236 (0,0264)	,131	1,413 (0,1591)	-,112	-1,256 (0,2104)	,101	1,113 (0,2669)
x_9	,077	,854 (0,3943)	-,030	-,311 (0,756)	,072	,784 (0,4337)	,028	,298 (0,7663)
x_{10}	,083	,884 (0,3775)	,186	1,895 (0,0594)	,003	,030 (0,9758)	,094	,965 (0,3356)
x_{11}	-,028	-,283 (0,7778)	-,103	-,969 (0,3337)	,048	,464 (0,6428)	-,083	-,797 (0,4265)
x_{12}	,237	2,600 (0,01)	,215	2,246 (0,0257)	,236	2,556 (0,0113)	,062	,665 (0,5068)

Źródło: Obliczenia własne.

Potrzeby przedsiębiorstwa w zakresie płynności (y_2) były pozytywnie warunkowane wówczas, gdy istotne znaczenie dla przedsiębiorstwa posiadają plany sukcesji (x_{10}), a także utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami (x_{12}). Bez pogłębionych badań trudno jest jednak postawić tezę, jaki to może mieć wpływ na politykę dywidendy, gdyż nie wiadomo, czy potrzeby w zakresie płynności wiążą się z faktem dysponowania znaczną wartością środków pieniężnych – ostrożnościowych. Wówczas nie należy oczekiwać wypłat wyższych wartości dywidend. Z drugiej strony orientacja na ww. cele może sprzyjać zdolności do generowania wyższego poziom nadwyżek, co może sprzyjać rozluźnieniu polityki dywidendy i w konsekwencji wyższym płatnościom na rzecz właścicieli.

Utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od innych podmiotów (x_3), a także utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami (x_{12}) wpływają dodatnio na percepcję znaczenia ryzyka w działalności przedsiębiorstwa (y_3). Zgodnie z wcześniej przytoczonymi wynikami badań, jak również wnioskami przedstawionymi przez innych badaczy [Li, Zhao, 2008, s. 677] zależność taka najprawdopodobniej nie będzie wpływała korzystnie na skłonność i wartość wypłacanych dywidend. Uzyskane rezultaty wydają się więc potwierdzać hipotezę H_3 . Krótkookresowa maksymalizacja zysków (x_2), minimalizacja ryzyka ekonomicznego (x_6) oraz plany związane z utrzymaniem lub tworzeniem miejsc pracy (x_7) w konsekwencji oddziałują na zmniejszenie percepcji ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstwa, co może oznaczać, że podmioty zorientowane na tego rodzaju cele wykażą nieco wyższą skłonność do wypłaty środków na rzecz właścicieli.

Na politykę stabilnych kwot wypłat dywidendy (y_4) ujemnie wpływa zorientowanie przedsiębiorstwa na minimalizację ryzyka ekonomicznego (x_6). Oznacza to więc, że presja związana z podjęciem działań ograniczających ryzyko destabilizuje stabilność kwot wypłat. Nie odpowiada natomiast na pytanie, czy w związku z tym będą one rosły czy malały. Odwołując się natomiast do wniosków przedstawionych w pracy B.K. Al Shabibi, i G. Ramesh, w której wskazano, że w kontekście teorii sygnalizacji bardziej ryzykowne przedsiębiorstwa wypłacają wyższe dywidendy, chcąc wysłać na rynek pozytywne informacje o ich przyszłych perspektywach rozwojowych [Al Shabibi, Ramesh, 2011, s. 105], można oczekiwać, że wśród badanych podmiotów długookresowa minimalizacja ryzyka wpłynie negatywnie na poziom wypłat dywidendy.

Zakończenie

Powyższa analiza wydaje się potwierdzać znaną prawdę, zgodnie z którą „im bardziej zagłębiaamy się w politykę dywidendy, tym nabieramy coraz większego przekonania, że jest ona jak puzzle, których elementy do siebie nie pasują” [Itzhak, 2010, s. 435]. W analizowanym przypadku, obejmującym średnie i duże polskie firmy rodzinne, dotyczyło to zwłaszcza percepcji ryzyka, którego wzrost z jednej strony może być postrzegany jako czynnik ograniczający wypłaty dywidendy, z drugiej strony tak samo może działać spadek, jeżeli uwzględnione zostaną założenia teorii sygnalizacji. Zastanawiać też może ujemny wpływ zorientowania na cele dotyczące utrzymania i tworzenia miejsc pracy z percepcją potrzeb w zakresie inwestycji. O ile utrzymanie miejsc pracy może wpływać negatywnie na inwestycje, szczególnie w okresie dekonjunktury, o tyle ich tworzenie wiąże się bezsprzecznie z jakąkolwiek formą inwestowania. Wydaje się, że w tym obszarze niezbędne są badania pogłębione. Pozostałe zależności pomiędzy celami działalności przedsiębiorstw a determinantami wypłat dywidendy w zasadzie nie budzą większych kontrowersji interpretacyjnych, potwierdzając w mniej lub bardziej zdecydowany sposób wcześniejsze spostrzeżenia znane z literatury.

Literatura

- Al Shabibi B.K., Ramesh G. (2011), *An Empirical Study on the Determinants of dividend policy in the UK*, „International Research Journal of Finance and Economics”, No. 80.
- Bertrand M., Schoar A. (2006), *The Role of Family in Family Firms*, „The Journal of Economic Perspectives”, Vol. 20, No. 2.
- Bhattacharya S. (1979), *Imperfect Information, Dividend Policy, and „The Bird in the Hand” Fallacy*, „The Bell Journal of Economics”, Vol. 10, No. 1.
- Block J. (2012), *R&D investments in family and founder firms: An agency perspective*, „Journal of Business Venturing”, Vol. 27, No. 2.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2011), *Fundamentals of Financial Management. 7 ed.*, Mason: South-Western.
- Chen Z., Cheung Y., Stouraitis A., Wong, A. (2005), *Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong*, „Pacific-Basin Finance Journal”, Vol. 13, No. 4.
- Corbetta G., Salvato C. (2004), *Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on „Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence”*, „Entrepreneurship Theory and Practice”, Vol. 28, No. 4.
- Deshmukh S. (2003), *Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Mode*, „Financial Review”, Vol. 38, No. 3.
- Gomes A. (2000), *Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects*, „Journal of Finance”, Vol. 55, No. 2.

- Gugler K. (2003), *Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 27, No. 7.
- Hellström G., Inagambaev G. (2012), *Determinants of Dividend Payout Ratios. A Study of Swedish Large and Medium Caps*, Umeå School of Business and Economics, Umeå University.
- Isakov D., Weisskopf J-P. (2015), *Pay-out policies in founding family firms*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 33.
- Itzhak B-D. (2010), *Dividend Policy Decisions*, w: H.K. Baker, J.R. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Kania S.L., Bacon F.W. (2005), *What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision?*, „ASBBS E-Journal”, Vol. 1, No. 1.
- Kaźmierska-Jóźwiak B. (2013), *Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies*, „Procedia Economics and Finance”, No. 23.
- Keown A.J., Martin J.D., Petty J.W., Scott D.F. (2007), *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management*, 6 ed, Pearson Prentice Hall, London.
- Khan T., (2006), *Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data*, „The Economic Journal”, Vol. 116, No. 510.
- Klein S.B. (2000), *Family Businesses in Germany: Significance and Structure*, „Family Business Review”, Vol. 13, No. 3.
- Li K., Zhao X. (2008), *Asymmetric Information and Dividend Policy*, „Financial Management”, Vol. 37, No. 4.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, „American Economic Review”, Vol. 46, No. 2.
- Litzenberger R.H., Ramaswamy K. (1979), *The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 7, No. 2.
- Miller M., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business”, Vol. 34, No. 4.
- Myers M., Bacon F. (2004), *The Determinants of Corporate Dividend Policy*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal”, Vol. 8, No. 3.
- Nizar Al-Malkawi H-A. (2008), *Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data*, „International Journal of Business”, Vol. 13, No. 2.
- Sobczyk M. (2013), *Ekonometria*, C.H. Beck, Warszawa.
- Wrońska E.M. (2006), *Polityka dywidendy*, w: P. Karpuś (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Yrjö Collin S-O., Ahlberg J. (2012), *Family governance of family firms, presented at IFERA, Bordeaux*, www.svencollin.se/Famigov.pdf.

Streszczenie

Głównym celem artykułu była próba identyfikacji zależności pomiędzy różnymi celami działalności przedsiębiorstw rodzinnych a wybranymi determinantami kształtującymi ich politykę dywidendy. W oparciu o dane liczbowe

pochodzące z badań bezpośrednich przeprowadzone zostały obliczenia związków korelacyjnych pomiędzy analizowanymi zmiennymi, jak również zbudowane zostały adekwatne modele regresji, w których rolę zmiennych objaśnianych pełniły determinanty polityki dywidendy, a rolę zmiennych objaśniających – wybrane cele funkcjonowania. Zgodnie z uzyskanymi wynikami w części przypadków udało się zidentyfikować istotne statystycznie zależności pomiędzy celami funkcjonowania przedsiębiorstw a determinantami ich polityki dywidendy i tym samym udało się zweryfikować przynajmniej część współzależności opisanych wcześniej w literaturze przedmiotu.

Słowa kluczowe

polityka dywidendy, przedsiębiorstwa rodzinne, cele przedsiębiorstwa

The goals of the family businesses and chosen dividend policy factors (Summary)

The paper investigates how the significance of the goals of the family businesses influences on the chosen dividend policy factors. According to the data collected in the frames of the author's research project the correlation and the linear regression models were calculated that confirm presence of the crucial influences related to the long term goals as determinants of a dividend policy. Part of the findings go in line with the results of previous survey which were described in the literature. The other especially related to the significance of the risk as a dividend policy factor have opened a new scope for further survey.

Keywords

dividend policy, family businesses, company's goals