

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

*Polityka dywidend a teoria hierarchii źródeł finansowania  
w opinii menedżerów finansowych*

Pecking order theory and dividend policy – opinion of financial managers

**Abstrakt:** Polityka dywidend ma istotny wpływ na finanse przedsiębiorstw i obok kwestii związanych z inwestycjami, płynnością oraz strukturą kapitału jest jednym z ważniejszych obszarów zainteresowań wielu analiz teoretycznych oraz empirycznych. Polityka dywidend ze względu na powiązania z kwestiami dotyczącymi kształtowania struktury kapitału może być wyjaśniana przy wykorzystaniu teorii struktury kapitału w tym m.in. teorii hierarchii źródeł finansowania.

W niniejszym artykule zaprezentowano wyniki badań przeprowadzone wśród menedżerów finansowych w zakresie postrzegania przez nich polityki dywidend i możliwości wyjaśnienia przyczyn wypłat dywidend przy wykorzystaniu założeń i czynników uwzględnianych w teorii hierarchii źródeł finansowania.

WSTĘP

Introduction

W teorii finansów przedsiębiorstw, wśród najważniejszych kwestii, wyodrębnić można decyzje dotyczące kształtowania wypłat dywidend. W literaturze przedmiotu występuje wiele teorii dotyczących polityki dywidend, jednak dotychczasowe badanie nie potwierdziły jednoznacznie żadnej z koncepcji dotyczących polityki dywidend.

Zagadnienia dotyczące wypłat dywidend pozostaje w ścisłym związku ze strukturą kapitału. Relacja pomiędzy wielkością wypłaconej dywidendy a reinwestowanego zysku wpływa na poziom kapitałów zapasowych spółki (czyli tzw. zysków zatrzymanych), bę-

dących elementem kapitałów własnych. Dla przykładu: reinwestowanie zysku powoduje, że zwiększa się wartość kapitałów własnych, co przy niezmienionej wartości zadłużenia skutkuje wzrostem udziału kapitałów własnych w strukturze kapitałów.

Jedną z teorii wyjaśniających strukturę kapitału a jednocześnie odnoszącą się pośrednio do kwestii wypłat dywidend jest dynamiczna teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*). Wydaje się, że ze względu na istniejące związki między strukturą kapitału i polityką dywidend, teorię tę można wykorzystać do wyjaśnienia stosowanych rozwiązań w zakresie wypłat dywidend.

#### CHARAKTERYSTYKA TEORII HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA

##### Characteristic of pecking order theory

Założenia modelu hierarchii źródeł finansowania opierają się na uwzględnieniu kosztów finansowania (kosztów transakcyjnych) oraz asymetrii informacyjnej, które pojawiają się gdy inwestycje muszą być finansowane nowym kapitałem zewnętrznym.

Koszty transakcyjne pojawiają się w sytuacji konieczności pozyskiwania środków finansowych na zewnątrz przedsiębiorstwa. Koszty te dotyczą kosztów przeprowadzenia emisji papierów wartościowych, opłacenia prowizji oraz ponoszenia innych koniecznych opłat.

Asymetria informacji ma miejsce gdy menedżerowie są lepiej poinformowani o sytuacji spółki i jej perspektywach niż osoby z zewnątrz. Dlatego też decyzje dotyczące emisji papierów wartościowych są dla uczestników rynku sygnałami o aktualnej i przewidywanej sytuacji przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Stąd też działania podejmowane przez zarząd posiadają zawartość sygnalizacyjną, informacyjną. Inwestorzy uważają działania zarządu za sygnały o przewidywanych przez zarząd zmianach w sytuacji spółki<sup>2</sup>. Uczestnicy rynku, w efekcie asymetrii informacji oraz działania efektu sygnalizacji, w różny sposób reagują na nowe emisje różnych rodzajów papierów wartościowych. Już sama zapowiedź emisji papierów wartościowych może mieć wpływ na kształtowanie się cen papierów wartościowych znajdujących się w obiegu<sup>3</sup>.

Emisja obligacji jest odbierana przez rynek jako sygnał pozytywny. Decyzja kierownictwa firmy, dotycząca powiększenia zadłużenia, w opinii uczestników rynku, może być podjęta tylko wtedy, gdy perspektywy rozwoju są na tyle dobre, że firma będzie w stanie obsłużyć nowy dług<sup>4</sup>. Decyzje zwiększające udział długu w kapitale przedsiębiorstwa są odbierane jako zapowiedź przyszłych wysokich operacyjnych przyszłych przepływów

<sup>1</sup> M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 112-126.

<sup>2</sup> E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, tom II, s. 227.

<sup>3</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 35.

<sup>4</sup> M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 118, Stwierdzenie takie było możliwe, dzięki wynikom przeprowadzonych w latach 80-tych XX wieku na rynku amerykańskim badaniom dotyczącym wpływu decyzji przedsiębiorstwa w zakresie struktury kapitałów na ceny akcji tych przedsiębiorstw Por.: A. Duliniec, *op. cit.*, s. 34-37.

netto, dzięki którym możliwa będzie obsługa zaciąganych zobowiązań. Spotyka się to z pozytywną reakcją rynku i wówczas ceny akcji rosną. Spadek udziału długu w kapitale odczytywany jest jako sygnał pogarszającej się sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa.

Emisja akcji dokonana zostanie, gdy kierownictwo bazując na swojej wiedzy uzna, że dotychczasowe akcje znajdujące się w obiegu są wysoko wycenione. Emisja nowych akcji, gdy dotychczasowe są przewartościowane, pozwala obniżyć koszt pozyskania nowego kapitału własnego. Inwestorzy są jednak świadomi asymetrii informacyjnej i zawartości sygnalizacyjnej działań zarządu i fakt emitowania akcji odczytują więc jako sygnał zbyt wysokiej wyceny przez rynek i odpowiednio ją skorygują. Dlatego też emisja akcji jest zatem z reguły interpretowana jako sygnał negatywny<sup>5</sup>. Przekonanie o takich motywach zarządu (wykorzystanie sytuacji przeszacowania akcji) stanowi zły sygnał dla potencjalnych inwestorów i dokonanie emisji prowadzić może do spadku notowań i urealnienia wartości papierów wartościowych, które były przedmiotem nowej emisji<sup>6</sup>.

Teoria hierarchii źródeł finansowania została sformułowana przez S. Myers'a oraz N. Majluf'a w 1984 r.<sup>7</sup> Pecking order theory ma zastosowanie w sytuacji, gdy zmianie ulega nie tylko struktura, ale i wielkość kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo. Biorąc pod uwagę możliwe zachowania inwestorów (wynikające z asymetrii informacji oraz hipotezy sygnalizacyjnej) oraz koszty związane z pozyskaniem kapitałów, zasady finansowania przedsiębiorstw zgodnie z teorią hierarchii są następujące<sup>8</sup>:

- preferowane są wewnętrzne źródła powiększania kapitału tj. zatrzymane zyski,
- jeżeli zyski zatrzymane są niewystarczające, to firma emituje dłużne papiery wartościowe, a dopiero w ostateczności akcje.

Potrzeba zastosowania wskazanej hierarchii źródeł finansowania powstaje gdyż menedżerowie przewidując reakcje inwestorów na ogłoszone nowe emisje własnościowych papierów wartościowych mogą nawet rezygnować z inwestycji, które będą finansowane nowym kapitałem akcyjnym. Żeby uniknąć takiej sytuacji menedżerowie w pierwszej kolejności wykorzystują zyski zatrzymane. W ten sposób mniejsze są też koszty pozyskania nowego kapitału oraz nie występują problemy asymetrii informacji, które oddziaływałyby na zmniejszanie kursu akcji. W następnej kolejności wykorzystywany jest kapitał dłużny, gdyż, pomimo wystąpienia kosztów pozyskania tego rodzaju kapitału, efekty sygnalizacji generują dla przedsiębiorstw korzyści.

W świetle tego modelu, firmy zyskowe wykorzystują zyski zatrzymane do finansowania inwestycji i w mniejszym stopniu korzystają z zewnętrznych kapitałów. Dlatego też zyskowe firmy charakteryzują się niskimi wskaźnikami zadłużenia. Natomiast w sytuacji gdy inwestycje przekraczają wartość bieżących i zatrzymanych zysków, firma w pierwszej kolejności emituje dłużne papiery wartościowe. W firmach realizujących

<sup>5</sup> M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 114-115.

<sup>6</sup> A. Duliniec, *op. cit.*, s. 129.

<sup>7</sup> S. C. Myers, *Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, Vol. 39, S. C. Myers, N. Majluf, *Corporate Financing and Investment When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” 1984, Vol 12 oraz S. C. Myers, *The Search for Optimal Capital Structure*, [w:] J. M. Stern, D. H. Chew, *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell, 1986.

<sup>8</sup> A. Duliniec, *op. cit.*, s. 130.

większy zakres inwestycji wskaźniki zadłużenia mogą być wyższe w stosunku do tych firm z mniejszym zakresem inwestycji.

#### TEORIA HIERARCHII ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA A WYPŁATA DYWIDEND

##### Pecking order theory and dividend payouts

W teorii hierarchii źródeł finansowania uwzględniane są dwa rodzaje czynników: koszty transakcyjne pozyskania nowego kapitału oraz asymetria informacji generująca efekty sygnalizacji.

Wydaje się, że teoria hierarchii źródeł finansowania nie wyjaśnia dlaczego firmy wypłacają dywidendy, i że według tej teorii dywidendy nie powinny być wypłacane. Jednak skoro firmy decydują się na wypłatę dywidendy, to teoria hierarchii źródeł finansowania winna ten fakt uwzględnić.

W najprostszym ujęciu modelu pecking order theory, w przypadku realizowania projektów inwestycyjnych pierwszym źródłem ich finansowania są wypracowane dochody. Jeżeli pozostaje jakaś nadwyżka dochodu nad wielkością inwestycji, to wówczas wypłacana jest dywidenda. Takie rozwiązanie implikuje stosowanie polityki dywidend rezydualnych. Jednak, jak zwraca uwagę Myers (1984) dywidendy w krótkim okresie (z nieznanych powodów) są sztywne<sup>9</sup>. Myers jednocześnie wskazuje, że w sytuacji gdy inwestycje są wyższe od wypracowanych dochodów (po korekcie o wypłacone dywidendy) koniecznym do pozyskania kapitałem będzie kapitał zewnętrzny.

Ponieważ finansowanie inwestycji zewnętrznym kapitałem jest droższe, wypłaty dywidendy są mniej atrakcyjne dla firm z nisko rentownymi aktywami, dużymi bieżącymi i oczekiwanymi inwestycjami i wysokim zadłużeniem. Dywidendy są więc niższe w przypadku mniejszej zyskowności, wyższych inwestycji i wysokiego zadłużenia. Dużo łatwiej zdecydować się na wyższą wypłatę dywidendy w sytuacji firmy zyskowej z niskim poziomem planowanych inwestycji i niskim zadłużeniem.

Dążenie do unikania kosztów pozyskania kapitału zewnętrznego powoduje pewne konsekwencje dla wysokości wypłat dywidend. W sytuacji gdy inwestycje są wyższe od dochodów, utrzymywanie niskich poziomów zadłużenia jest możliwe gdy firmy wypłacające dywidendę utrzymają ich wysokość na niskim poziomie. Firmy niewypłacające dywidendy powinny się w sytuacji wyższych inwestycji powstrzymać od rozpoczęcia wypłacania dywidend. Zgodnie z pecking order theory zadłużenie rośnie, gdy wartość inwestycji przekraczają wielkość zatrzymanych zysków, a spada gdy inwestycje są mniejsze niż zatrzymane zyski. Poziom zadłużenia jest więc mniejszy dla dużych zyskownych firm z relatywnie (w stosunku do poziomu zysku) niewielkimi inwestycjami a poziom zadłużenia jest wyższy dla firm z dużymi inwestycjami. Nadmienić należy, że zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania, firmy nie posiadają docelowych wskaźników zadłużenia,

<sup>9</sup> S. C. Myers, *The Capital Structure Puzzle ... op. cit.*

a pojawienie się zadłużenia jest wynikiem sytuacji, w której wysokość dochodów jest niewystarczająca do sfinansowania przyjętych do realizacji projektów inwestycyjnych.

Można zatem stwierdzić, że firmy wypłacające dywidendy to są te firmy, które mają wyższe zyski w stosunku do inwestycji. Natomiast firmy, które nie wypłacają dywidend z zasady mają większe inwestycje w stosunku do dochodu. Brak wypłaty dywidendy i przeznaczanie zysku na kapitał zapasowy są bowiem wykorzystywane jako pierwsze źródło finansowania inwestycji. Niskie dywidendy pozwalają utrzymać niskie wskaźniki zadłużenia. Firmy z nadwyżkowymi inwestycjami w stosunku do dochodów będą płacić niższe dywidendy, żeby zachować zdolność do pozyskania długu na lepszych warunkach na przyszłe inwestycje.

Nadmienić także należy, że asymetria informacji i związany z nią efekty sygnalizacji wiąże się nie tylko z finansowaniem nowym kapitałem zewnętrznym. Również decyzje o wysokości wypłaty dywidendy, w związku z istnieniem asymetrii informacyjnej, posiadają swoją zawartość sygnalizacyjną. Prowadzone badania empiryczne w zakresie testowania wpływu dywidend na wartość akcji (a zatem na stopę dochodu oraz koszt kapitału akcyjnego) nie doprowadziły do ostatecznego rozstrzygnięcia<sup>10</sup>. Wieloaspektowość zjawiska powoduje, że wyizolowanie wpływu jednego czynnika (dywidendy) na badaną wielkość (cena akcji) jest niekiedy niemożliwe<sup>11</sup>. Ceny akcji kształtują się pod wpływem wielu czynników. Próby uchwycenia zależności pomiędzy dywidendą a cenami akcji pomijają zazwyczaj wpływ wielu niemierzalnych czynników<sup>12</sup>. Reakcje te mogą zostać wyjaśnione przy wykorzystaniu efektu klienteli lub też hipotezy o redystrybucji majątku<sup>13</sup>.

Warto nadmienić, że autorka niniejszego opracowania przeprowadziła w 2008 roku badania dotyczące związku dywidendy oraz uzyskiwanych wyników finansowych (zawartość informacyjna dywidendy)<sup>14</sup>. W przypadku badanych wówczas podmiotów możliwe było stwierdzenie, że dywidendy zawierają w sobie informacje o przeszłych wynikach (tj. z roku poprzedniego w stosunku do roku wypłaty) i mogą być wykorzystane jako sygnał tylko tych wyników. W tym kontekście wydaje się prawdziwe stwierdzenie Miller'a (1987) „dividends are better described as lagging earnings than as leading earnings”<sup>15</sup>.

<sup>10</sup> Informacje na temat badań empirycznych zawarte są w E.F. Brigham. L. C. Gapenski, *op. cit.*, tom I, s. 593 i następne oraz M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 149 i następne.

<sup>11</sup> M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 149.

<sup>12</sup> Szerzej na temat: problemów związanych z badaniami M. Sierpińska, *op. cit.*, s. 149.

<sup>13</sup> Szerzej na ten temat: E. M. Wrońska, *Polityka dywidend*, [w:] *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, pod red. P. Karpuś, UMCS, Lublin 2006, s. 328 i następne.

<sup>14</sup> Przedmiotem analiz było określenie związku między dywidendami a różnymi miarami efektów działania (zyskiem netto, zyskiem operacyjnym, przepływami pieniężnymi netto, operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto). Badania przeprowadzono między wielkością dywidendy a wynikami z różnych okresów (sprzed 2 lat oraz sprzed roku w stosunku do wypłaty dywidendy, z roku wypłaty dywidendy oraz w roku następnym w stosunku do wypłaty dywidendy). Badania objęto spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Do badań dobrano 8 podmiotów reprezentujących branżę chemiczną zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania objęły okres 2002-2007 (Wrońska, 2009, s. 139-145).

<sup>15</sup> M. Miller, *The information content of dividends*, J. Bessons, R. Dornbush and S. Fischer (eds.) *Macroeconomics: Essays in Honor of Franco Modigliani*, MIT Cambridge 1987.

Autorka prowadziła też badania ankietowe wśród menedżerów finansowych w zakresie teorii sygnalizacji<sup>16</sup>. Na podstawie wyników przeprowadzonej ankiety, możliwe było stwierdzenie, iż menedżerowie finansowi są przekonani, że wypłata dywidend i ich zwiększanie pozwala kreować pozytywny wizerunek firmy w oczach inwestorów. Jednak menedżerowie firm za pośrednictwem dywidendy spodziewają się w większym stopniu budować relacje z inwestorami niż oddziaływać na kursy akcji.

### METODOLOGIA BADAŃ EMPIRYCZNYCH

#### Methodology of empirical research

Biorąc powyższe pod uwagę, zasadnym jest podjęcie badań nad postrzeganiem dywidend przez menedżerów finansowych, czyli osób, które winny w sposób świadomy i celowy oddziaływać na decyzje w zakresie propozycji podziału wyniku finansowego i wypłat gotówki na rzecz właścicieli. Osoby te, jako profesjonalisci w zakresie zarządzania finansami, winni w podejmowanych decyzjach i ocenach kierować się pełną wiedzą w zakresie oddziaływania wypłat dywidend zarówno na sytuację finansową przedsiębiorstwa ale też na pozycję przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym wyznaczaną oceną inwestorów.

Tab. 1. Stwierdzenia ankietowe uwzględniające teorię hierarchii źródeł finansowania

Nr	Treść stwierdzenia	Oczekiwana odpowiedź
7	kiedy chcemy zaoszczędzić gotówkę oferujemy dywidendy w akcjach ponieważ inwestorzy nie widzą różnicy	agree
12	wypłata dywidend gotówkowych tworzy kosztowny drenaż gotówki z firmy	agree
24	wypłacanie lub płacenie jak najmniejszych dywidend jest ważne ponieważ to pozwala nam zamienić zatrzymane zyski na stały kapitał własny	agree

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Frankfurter, Kosedag, Schmidt, Topalov, The Perception of Dividends by Management, „The Journal of Psychology and Financial Markets”, 2002, Vol. 3, No. 4.

Narzędziem wykorzystanym do badania opinii menedżerów była ankieta, w której menedżerowie finansowi zostali poproszeni o odpowiedź na zestaw 25 pytań. Celem stawianych pytań było poznanie oceny menedżerów finansowych sposobu postrzegania dywidend przez inwestorów przez pryzmat sformułowanych w finansach przedsiębiorstw

<sup>16</sup> Badania ankietowe objęły 3 branże według klasyfikacji przyjętej przez GPW (branża chemiczna, metalowa i materiałów budowlanych). W odpowiedzi uzyskano 7 kompletnie wypełnionych ankiet, z tego z branży chemicznej 1 ankieta, z branży metalowej 4 ankiety, z branży materiałów budowlanych 2 ankiety.

teorii polityk dywidend. Sformułowania zawarte w ankiecie nie odnosiły się bezpośrednio i w kolejności do sformułowanych teorii. Poprzez zastosowanie obiegowych sformułowań i rozproszenia stwierdzeń miały na celu odczytanie rzeczywistych ocen menedżerów finansowych i sprawdzenie czy respondent wypełniał ankietę w pośpiechu i bez refleksji. Tabela nr 1 zawiera stwierdzenia i odpowiadające im teorie, wraz ze wskazaniem oczekiwanej odpowiedzi („zgadzam się” lub „nie zgadzam się”) jeśli dana teoria miałaby zostać zweryfikowana pozytywnie.

Ankieta miała charakter anonimowy i została rozesłana do 24 podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badania objęły 3 branże według klasyfikacji przyjętej przez Giełdę (branża chemiczna, metalowa i materiałów budowlanych). Z każdej branży w sposób losowy wybrano po 8 spółek.

#### WYNIKI BADAŃ

The outcome of the research

W odpowiedzi uzyskano 7 kompletnie wypełnionych ankiet, z tego z branży chemicznej 1 ankieta, z branży metalowej 4 ankiety, z branży materiałów budowlanych 2 ankiety. Do każdej udzielonej odpowiedzi została przypisana odpowiednia liczba punktów, tj. dla „zdecydowanie zgadzam się” 2 punkty, „zgadzam się” 1 punkt, „obojętne” 0 punktów, „nie zgadzam się” – (minus) 1 punkt, „zdecydowanie się nie zgadzam się” – (minus) 2 punkty

Na podstawie uzyskanych wyników stwierdzić można, że menedżerowie finansowi zgadzają się z następującymi stwierdzeniami:

– wypłata dywidend gotówkowych tworzy kosztowny drenaż gotówki z firmy (stwierdzenie nr 12) – średnia: 0,86, przy pięciu głosach „zgadzam się”,

– wypłacanie lub płacenie jak najmniejszych dywidend jest ważne, ponieważ to pozwala nam zamienić zatrzymane zyski na stały kapitał własny (stwierdzenie nr 24) – średnia: 1,00, przy 7 głosach „zgadzam się”.

Z powyższego wynika, że menedżerowie finansowi są zdecydowanie przekonani, że wypłaty dywidend są kosztownym wpływem gotówki, a zyski zatrzymane pozwalają umocnić sytuację finansową podmiotu.

Natomiast menedżerowie nie zgadzają się z następującym stwierdzeniem:

– kiedy chcemy zaoszczędzić gotówkę oferujemy dywidendy w akcjach ponieważ inwestorzy nie widzą różnicy (stwierdzenie nr 7) – średnia: – 0,57, przy pięciu głosach „nie zgadzam się”.

Brak zgody na to stwierdzenie może wynikać z dwóch czynników: po pierwsze, firmy mogą nie stosować wypłat dywidend w akcjach lub też firmy są przekonane, że akcjonariusze widzą różnicę między dywidendami gotówkowymi a dywidendami w akcjach.

Odnosząc się do teorii hierarchii źródeł finansowania należy zauważyć, że wyniki przeprowadzonej ankiety potwierdzają dwa wnioski spośród 3 dotyczących tej teorii. Tylko w przypadku jednego stwierdzenia menedżerowie wyraźnie są odmiennego zdania

w stosunku do wymaganych odpowiedzi (przy wymaganej zgodzie na dane stwierdzenie menedżerowie nie zgadzają się z nim).

#### PODSUMOWANIE

##### Summary

Wyплаты дивидендов являются одними из главных предметов интереса. Факт выплат дивидендов несмотря на их налогообложение и часто негативное влияние на финансовое положение приводит к тому, что оправданным было бы принятие решения о выплатах денежных средств. Выдается впечатление, что дивиденды выплачиваются с учетом предпочтений и ожиданий инвесторов.

Факт, что ни одна из до сих пор сформулированных теорий не была эмпирически подтверждена в однозначном смысле, побуждает автора к поиску объяснения явления „dividend puzzle” при использовании анкеты, проведенной среди менеджеров финансовых компаний.

На основании результатов анализа анкет можно утверждать, что менеджеры считают, что выплаты дивидендов являются важным фактором ослабления финансового положения субъекта. Одновременно менеджеры финансовых компаний считают, что акционеры нуждаются в выплатах дивидендов, следовательно, необходимо реализовать их выплаты. Можно также утверждать, что автор имеет право на основании результатов предыдущих исследований утверждать, что несмотря на убеждение о негативном влиянии выплат дивидендов на финансовое положение субъектов экономики, менеджеры финансовых компаний принимают решение о выплатах дивидендов в целях удовлетворения ожиданий инвесторов в рамках построения отношений с акционерами.

Можно также утверждать, что менеджеры финансовых компаний рассматриваемых субъектов являются обязанными удовлетворять потребности инвесторов в отношении выплат дивидендов. Однако отсутствует с их стороны активные действия, направленные на формирование политики дивидендов в отношении политики инвестиций и финансирования.

#### SUMMARY

The two major financial decisions refer to company dividend policy and capital structure. Because dividend policy has impact on capital structure, there is possibility that capital structure theories can be used to explain dividend policy. This article refers to the pecking order theory.

Corporate dividend policy has captured the interest of economists of this century and over the last five decades has been the subject of intensive theoretical modeling and empirical examination. A number of conflicting theoretical models define attempts to explain corporate dividend behavior.



---

This paper presents the outcome of the survey on dividend policy carried out in 7 companies. This paper surveys the subject of perceiving dividend policy by financial managers while assumptions of pecking order theory are taken into consideration.

dr Elżbieta Maria Wrońska, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie