

*Jacek Uchman*

Katedra Finansów

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

# Dywidendy w spółkach notowanych na rynku NewConnect

## Streszczenie

Artykuł prezentuje zagadnienie wypłat dywidend w małych i średnich spółkach z rynku NewConnect. Analiza wypłat nie pozwala doszukać się długookresowej polityki wypłat dywidend w przeważającej większości badanych spółek. Zamiast o polityce dywidend bardziej realistycznie można byłoby mówić o wypłatach dywidend w spółkach. Wypłaty dywidend z różnych powodów nie mają dla badanych spółek priorytetowego charakteru.

**Słowa kluczowe:** wypłaty dywidend, polityka dywidend, podział zysku, decyzje finansowe.

## 1. Wprowadzenie

Dywidendy są podstawowym, ale nie jedynym sposobem wynagradzania inwestorów za środki oddawane do dyspozycji spółki. Występują różne sposoby transferu dochodów na rzecz akcjonariuszy i wspólników, ale ich sens ekonomiczny jest zbliżony. Najważniejszą, uregulowaną w kodeksie spółek handlowych (KSH) ich formą jest dywidenda. Celem opracowania jest analiza tej formy dystrybucji zysku małych i szczególnie średnich spółek akcyjnych na podstawie praktyki spółek, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku NewConnect (NC)<sup>1</sup>. Podstawową intencją autora nie jest dogłębna charakterystyka samego rynku, ale zgromadzenie informacji dotyczących znaczenia dywidend jako elementu podziału zysku przedsiębiorstw dostępnych na tym rynku. Zebranie i analiza tych informacji

---

<sup>1</sup> Jest to rynek akcji, na którym przedmiotem obrotu są akcje małych i średnich spółek.

może dać wskazówki dotyczące możliwości dokonywania wypłat przez średnie i małe podmioty w okresie wzrostu. Trzeba zaznaczyć, że wśród przedsiębiorstw w Polsce (1,7 mln) ilościowo dominują małe i średnie firmy (ponad 99%), ale tylko część z nich stanowią spółki kapitałowe, ponadto, w odróżnieniu od przeciętnej dla UE, w Polsce występuje znacznie większy udział mikroprzedsiębiorstw [Raport o stanie... 2013]. O decyzjach finansowych w tej ostatniej grupie niewiele wiadomo, między innymi ze względu na ograniczenia sprawozdawczości finansowej. Do ostrożności w uogólnianiu wniosków przyczynia się też sposób doboru podmiotów na rynek NewConnect, jak i funkcjonowanie samego rynku. Materiał empiryczny daje jednak możliwość sformułowania kilku ostrożnych, uogólniających wniosków. Wstępnej analizie poddano wypłaty wszystkich spółek, ale ocena ewentualnej polityki dywidend dotyczyła spółek stanowiących indeks NCIndex<sup>2</sup>. Polskie opracowania dotyczące dywidend na rynku NewConnect koncentrują się na czynnikach decydujących o wypłatach dywidend [Szczepankowski 2013]. W niniejszym artykule skoncentrowano się na problemie polityki dywidend, czyli długookresowych wypłat dywidend z zysku przez spółki notowane na tym rynku. Analiza płatności realizowanych w okresach wieloletnich pozwala pokazać praktyczne znaczenie polityki dywidend dla małych i średnich spółek akcyjnych.

## 2. Polityka dywidend w kontekście rozważań teoretycznych

Określenie „polityka dywidend” zakłada, że prowadzona działalność jest celowa, systematyczna, jest realizowana według wcześniej ustalonych reguł, zazwyczaj co najmniej kilkuletnich. Polityka dywidend może wpływać na podejmowanie decyzji finansowych w zakresie alokacji zysków przedsiębiorstwa na cele rozwojowe bądź cele bieżące. Wybrana uprzednio forma i wielkość płatności ma swoje odzwierciedlenie w wyborze źródeł finansowania firmy oraz w strukturze jej kapitału w długim i krótkim okresie. Efekty długookresowe w strukturze źródeł finansowania są możliwe do osiągnięcia przede wszystkim w warunkach istnienia długookresowej polityki dywidend oraz wtedy, gdy polityka dywidend przybiera charakter autonomiczny. Jeśli natomiast okazuje się tylko konsekwencją decyzji rozwojowych, wtedy nie zyskuje wielkiego znaczenia ani nie będzie kształtować struktury źródeł finansowania.

Niniejsze opracowanie, ze względu na cel i ograniczone rozmiary, nie odwołuje się do rozwiązań teoretycznych, ale o kilku takich problemach warto wspomnieć.

---

<sup>2</sup> Do indeksu wchodzi wszystkie spółki, które zostały przyjęte do obrotu na rynku NewConnect. Wartość ich akcji w wolnym obrocie wynosi minimum 1 mln zł, nie znajdują się w upadłości i nie zostały zaliczone do segmentów wysokiego i bardzo wysokiego ryzyka. Obecnie (marzec 2014) obejmuje on akcje 230 spółek.

Istnieją różne koncepcje teoretyczne dotyczące konsekwencji polityki dywidend. Jedne uznają pozytywne znaczenie wypłat dla wartości firmy, inne, jak koncepcja preferencji podatkowych, uzależniają to od konkretnych rozwiązań w systemie podatkowym. Są wreszcie koncepcje neutralności polityki wypłat dla ceny akcji i wartości firmy. Zazwyczaj nie eksponują one problematyki długookresowych, regularnych wypłat<sup>3</sup>. Ważniejszym problemem jest to, czy w ogóle dywidendy należy płacić, niż jak i przez jaki okres je płacić. Ponadto w rozważaniach teoretycznych dotyczących wypłat dywidend czasem przyjmuje się założenie o niezależności decyzji finansowych przedsiębiorstwa od decyzji inwestycyjnych (tak jest w modelu Modiglianiego-Millera, ale już niekoniecznie w teorii agencji) [Miller i Modigliani 1961, Jensen 1986]. Należy jednak zaznaczyć, że modele te, podobnie jak większość rozważań o wypłacie dywidend, koncentrują się na dużych spółkach giełdowych, które nie mają takich ograniczeń w dostępie do źródeł finansowania jak małe podmioty [Damodaran 2007]. Sytuacja analizowanych podmiotów może być inna. Ich możliwości finansowania, mimo dostępu do rynku kapitałowego, są mniejsze. Zysk jest najbardziej dostępnym źródłem finansowania, a płynność finansowa tych podmiotów może być mniejsza. Wydaje się, że obiecującym kierunkiem rozważań w przypadku tych podmiotów jest rozpatrywanie decyzji dotyczących wypłat w kontekście decyzji związanych z wyborem źródeł finansowania, czyli nietraktowanie wypłat dywidend jako zjawiska autonomicznego. Mogą być one uzależnione od aktywności inwestycyjnej spółek czy dostępności źródeł finansowania działalności [Kowerski 2011]. Pojawia się też problem jakości relacji inwestorskich w tych spółkach [Łukasik 2012]. Te zagadnienia leżą jednak poza zakresem niniejszego opracowania.

### 3. Wypłaty dywidend w spółkach z rynku NewConnect

Informacje dotyczące wypłat dywidend są przejrzyste w odniesieniu do dużych przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Większym problemem jest zagadnienie podziału zysku w małych podmiotach. Małe i średnie spółki kapitałowe są liczniejsze, jednak dostępność danych dotyczących wypłat w tych podmiotach jest mniejsza. Do pewnego stopnia lukę tę mogą wypełnić informacje dotyczące spółek notowanych na platformie obrotu NewConnect. Jest to system obrotu niemający charakteru regulowanego [Rynki... 2009]. Charakter rynku oraz zasady wprowadzenia akcji do obrotu na rynku

---

<sup>3</sup> W większości rozważań teoretycznych problem długookresowej polityki dywidend nie jest najważniejszy. Pewnym wyjątkiem jest model Gordona-Lintnera, jak również model Lintnera polityki wypłat, który jednak nie odnosi się bezpośrednio do wartości firmy. W praktyce w krajach anglosaskich decyzje takie uważane są za istotne.

NewConnect są mniej restrykcyjne w porównaniu z rynkiem regulowanym. Inwestowanie na tym rynku jest na pewno mniej bezpieczne. Rozwój tego rynku wynika z potrzeby przezwyciężenia bariery kapitałowej w małych i średnich przedsiębiorstwach. Może stwarzać tym podmiotom większe możliwości inwestycyjne.

Jak już wspomniano, spółki obecne na rynku NewConnect nie muszą być typowymi małymi i średnimi przedsiębiorstwami. Podmioty na tym rynku, jakkolwiek dosyć specyficzne, mogą jednak dać pewien wgląd w politykę podziału zysku w małych i średnich przedsiębiorstwach zdefiniowanych według kryteriów ustawowych [Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. ...]<sup>4</sup>. W sierpniu 2007 r. miał miejsce debiut polskiego alternatywnego systemu obrotu (ASO). W dniu debiutu były notowane akcje pięciu spółek. Od tego momentu rynek znacznie rozrósł się ilościowo. W marcu 2014 r. przedmiotem obrotu na tym rynku były akcje 443 spółek. Kapitalizacja rynku rosła dosyć szybko, co przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Podstawowe dane o rynku NewConnect

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liczba spółek	24	84	107	185	351	429	445	443
Kapitalizacja (w mln zł)	1185	1437	2554	3244	8488	11 088	11 028	10 386
Stopa dywidendy <sup>a</sup> (w %)	0	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	–

<sup>a</sup> dotyczy wypłat za rok poprzedni.

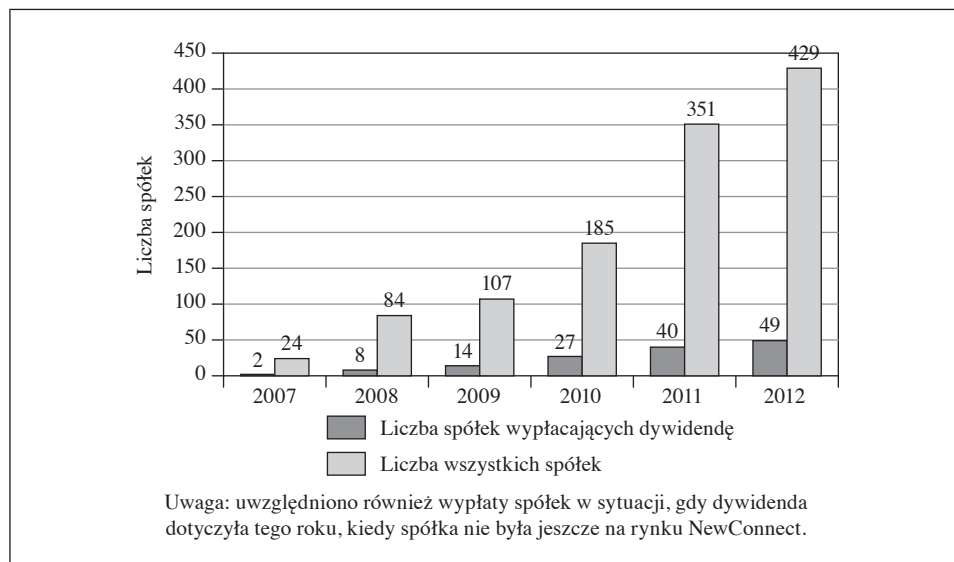
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [http://newconnect.pl/index.php?page=statystyki\\_roczne](http://newconnect.pl/index.php?page=statystyki_roczne) (data dostępu: 2.03.2014).

Stopa dywidendy jest wskaźnikiem będącym relacją wypłaconej dywidendy do ceny rynkowej akcji:  $\frac{\text{dywidenda na 1 akcję (DPS)}}{\text{cena rynkowa jednej akcji}}$ . Stopa dywidendy jest miernikiem określającym przede wszystkim opłacalność lokat w akcje na rynku kapitałowym i ma mniejszą zawartość informacyjną o decyzjach podejmowanych w podmiotach gospodarczych, nie będzie zatem tutaj obszerniej omawiana.

Dywidendy były wypłacane przez spółki od początku funkcjonowania rynku. Rosła liczba spółek płacących, jednak udział wypłacających spółek w poszcze-

<sup>4</sup> Zgodnie z intencją GPW platforma ta miała być przeznaczona dla spółek: w początkowej fazie rozwoju, poszukujących finansowania rzędu do kilkudziesięciu milionów złotych, o dużej dynamice wzrostu, z szansami na debiut na głównym rynku GPW; [http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/GPW\\_Przewodnik\\_NC.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/GPW_Przewodnik_NC.pdf) (data dostępu: 25.02.2014). Wcześniej akcentowano też, że przewidywana wartość przedsiębiorstwa nie powinna przekraczać 20 mln zł. Z pewnymi zastrzeżeniami mieszczą się te spółki w kryteriach ilościowych definicji średniego przedsiębiorstwa zaczerpniętych z ustawy o swobodzie działalności gospodarczej [Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. ...]. Jednak podmioty będące uczestnikami tego rynku niekoniecznie prezentują sektory innowacyjne. Najważniejsze branże, z których pochodzą, to handel i usługi; <http://www.newconnect.info/sektory/budownictwo> (data dostępu: 25.02.2014).

gólnych latach w relacji do ogólnej ilości spółek w tych latach oscylował wokół 10%. Spora część spółek płacących wypłacała dywidendy jednorazowo lub nieregularnie. Spółki w lepszej kondycji finansowej były przeważnie ujęte w indeksie NCIndex, jednak nawet tam wypłaty nie były wysokie ani regularne.



Rys. 1. Wypłata dywidend przez spółki rynku NewConnect

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [http://newconnect.pl/index.php?page=statystyki\\_roczne](http://newconnect.pl/index.php?page=statystyki_roczne) (data dostępu: 24.02.2014).

Jeżeli porównamy liczbę podmiotów dokonujących wypłat na tym rynku z liczbą spółek wypłacających dywidendy na rynku głównym GPW, to widać, że udział wypłacających podmiotów na NewConnect jest znacznie mniejszy. Może to wynikać z różnych przyczyn.

Tabela 2. Udział spółek na rynku NewConnect i rynku regulowanym wypłacających dywidendy za lata 2007–2012 (w %)

Rynek	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rynek główny GPW	30,6	26	35	33	34	34
NewConnect	8,3	9,5	13	14,6	11,4	11,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [http://newconnect.pl/index.php?page=statystyki\\_roczne](http://newconnect.pl/index.php?page=statystyki_roczne) (data dostępu: 22.02.2014); [http://www.gpw.pl/roczniki\\_gieldowe](http://www.gpw.pl/roczniki_gieldowe) (data dostępu: 24.02.2014); <http://www.stockwatch.pl/dywidendy/default.aspx?s=uchwalona> i GPW roczników giełdowych (data dostępu: 24.02.2014).

Długookresowa polityka dywidend może być oparta na różnych wskaźnikach. Jeżeli chodzi o przewidywalność dochodów akcjonariuszy, w tym zwłaszcza akcjonariuszy instytucjonalnych, niewątpliwie najlepszym rozwiązaniem byłoby ustalenie stabilnego wskaźnika dywidendy na jedną akcję (DPS) lub nieco mniej korzystnego stałego wskaźnika wypłat dywidend. Wskaźnik wypłat dywidendy można policzyć według wzoru:

$$\frac{DPS}{EPS} = \frac{\text{dywidenda na 1 akcję}}{\text{zysk netto na 1 akcję}} = \frac{\text{wypłacone dywidendy}}{\text{zysk netto}}$$

Utrzymywanie względnie stałego poziomu wskaźnika DPS jest z punktu widzenia przedsiębiorstwa trudniejsze niż wyznaczenie stałego udziału dywidend w zyskach. W tym drugim przypadku wypłaty dywidend są uzależnione od poziomu zysku. Wraz z obniżką zysków obniża się poziom wypłacanych dywidend. Natomiast utrzymywanie stałego (wysokiego) wskaźnika DPS może być dla firm dosyć trudne, zwłaszcza w okresie dekoniunktury i spadku zysków. Może występować również stała dywidenda kwotowa lub dywidenda podlegająca z góry ustalonym przyrostom z roku na rok [Sierpińska 1999]<sup>5</sup>.

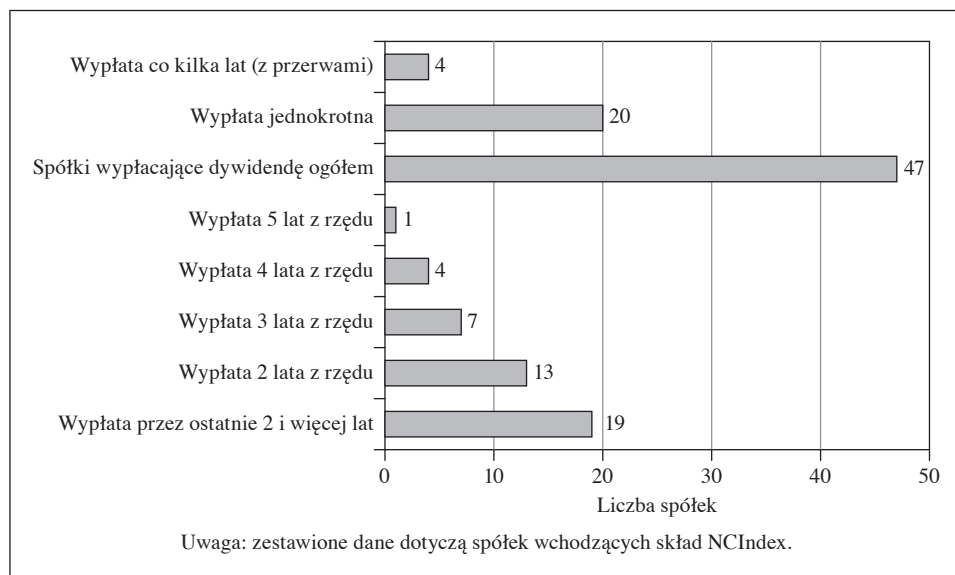
Wysokość wskaźnika DPS może być zależna od różnych czynników wpływających na podział zysku. Niska wartość wskaźnika może oznaczać, że firma realizuje różne projekty inwestycyjne, ale także że występują inne formy transferu środków na rzecz akcjonariuszy (także na poziomie kosztów). Z kolei wysoka wartość wskaźnika świadczy o wysokim poziomie wypłat dokonywanych przez firmę lub o dążeniu właścicieli do wyprowadzenia środków z firmy i do zainwestowania ich w bardziej rentowne przedsięwzięcia [Glen i in. 1995].

Wskaźnik wypłat dywidendy jest pod kontrolą podmiotu gospodarczego, co oznacza, że w mniejszym stopniu podlega nieprzewidywalnym wahaniom na skutek czynników zewnętrznych. Zmienność tego wskaźnika wynika ze zmienności zyskowności, ale także z fluktuacji płynności podmiotu gospodarczego mającej swoje źródło w niepewności prowadzenia działalności gospodarczej.

Dywidenda przez większość wypłacających podmiotów była wypłacona jedno- lub dwukrotnie, aby powrócić ponownie do stanu zerowego. W przypadku podmiotów wypłacających dywidendę dwukrotnie nie można mówić, że prowadzą na pewno jakąkolwiek politykę dywidend. Część z tych spółek (11) to podmioty, które po raz pierwszy wypłaciły dywidendę za ostatnie dwa lata (tzn. za 2012 i 2011 r.), i można założyć, że będą wypłaty kontynuować. Trzy lata z rzędu wypłat dokonywało siedem spółek. Cztery lata z rzędu, czyli przez okres, od którego właściwie dopiero można mówić o regularnych wypłatach dywidend, wypłaty

<sup>5</sup> Liczba sposobów dokonywania wypłat i wskaźników uwzględniających rolę dywidendy dla przedsiębiorstwa może być znacznie większa, mieszczą się one w obszernym zbiorze wskaźników rynku kapitałowego.

dokonywały cztery spółki. Przez pięć kolejnych lat wypłat dokonywała tylko jedna spółka<sup>6</sup>. Ogółem spółek, które dokonały wypłat w ciągu ostatnich dwóch (ewentualnie wcześniejszych) lat, i teoretycznie można optymistycznie przyjąć, że wypłaty te będą powtarzane w kolejnych latach, jest zaledwie 19, czyli ponad jedna trzecia spośród 47 płaćcych spółek.



Rys. 2. Regularność wypłat dywidend za lata 2007–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/emitents/search/list/A> (data dostępu: 22.02.2014); <http://www.stockwatch.pl/dywidendy> (data dostępu: 22.02.2014); <http://stooq.pl/q/i/?s=ncindex&o=11&i> (data dostępu: 23.02.2014); [http://newconnect.pl/index.php?page=dokumenty\\_informacyjne](http://newconnect.pl/index.php?page=dokumenty_informacyjne) (data dostępu: 23.02.2014).

Warto przeanalizować także, czy w spółkach z tego segmentu rynku w ostatnich latach wypłaty były stabilne lub czy były tendencje wzrostowe w zakresie wypłat dywidend. Okres funkcjonowania tego rynku jest już na tyle długi, że można dokonać pierwszych ocen.

Analizując spółki wypłacające, można zastanowić się, czy prowadziły one jakiś szczególny typ polityki wypłat dywidend. Dla potrzeb tego opracowania założono, że nawet wypłaty bez zdefiniowanych określonych reguł (ale regularne) wystarczą, aby mówić o polityce dywidend. W ramach dostępnych informacji podjęto próbę sklasyfikowania polityki wypłat. Dokumenty informacyjne spółek sporządzane przy wprowadzaniu do obrotu akcji spółek na rynek NC nie były zbyt pomocne.

<sup>6</sup> Jest to spółka Gwarant, której udziałowcem większościowym jest giełdowa spółka Impel.



W części poświęconej dywidendom (nie zawsze uwzględnionej w dokumentach informacyjnych) najczęściej nie charakteryzowano tego aspektu aktywności podmiotów w sposób empiryczny. Typowe było przepisywanie wyjątków z kodeksu spółek handlowych dotyczących praw majątkowych akcjonariuszy. Pojawiały się też informacje ze statutów o zaliczkowych wypłatach dywidend lub charakterystyki uprawnień do dywidend z akcji z poszczególnych serii. Określano dzień dywidendy. Ogólnie mówiąc, przedstawiano informacje o warunkach organizacyjno-prawnych wypłat. Pojawiały się dane o sposobie podziału zysku w latach ubiegłych. Natomiast spółki nie deklarowały, czy zamierzają prowadzić regularną politykę dywidend. Najwyraźniej nie było to dla nich zadanie priorytetowe.

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, można jednak dokonać pewnych podsumowań, opierając się na wskaźniku dywidendy na 1 akcję (DPS). W badanych podmiotach można było wyodrębnić 10 spółek, które miały względnie stabilny (tzn. stały lub oscylujący w poszczególnych latach wokół stałej wartości) wskaźnik DPS i utrzymywały ten wskaźnik przez co najmniej trzy lata (do grupy tej zaliczono też trzy spółki, które zostały dopiero w 2011 r. uczestnikami rynku i wypłacały dywidendę tylko przez dwa lata, ale mogą je kontynuować). Racjonalnie sceptyczne podejście pozwala tę grupę ograniczyć do siedmiu spółek. Drugą grupę, którą można było wyróżnić, stanowiły spółki o rosnącym wskaźniku DPS w okresie co najmniej trzech lat. Wskaźnik ten rósł znacznie z roku na rok, chociaż w pojedynczych latach w niektórych z nich pojawiały się też pewne obniżki wskaźnika. W grupie tej można wyróżnić siedem spółek, wśród których są trzy spółki dokonujące wypłat dopiero przez dwa ostatnie lata i dwie spółki, które płaciły dywidendy przez trzy lata, ale nie wypłaciły ich za 2012 r. Rygorystyczne podejście mogłoby zmniejszyć jeszcze liczbę spółek w drugiej grupie do dwóch. W rezultacie przy bardziej restrykcyjnym podejściu można wskazać, że w sumie tylko dziewięć spółek prowadziło politykę stałego bądź wzrostowego wskaźnika DPS.

W odniesieniu do oceny podziału zysku przedsiębiorstwa byłoby wygodnie, gdyby spółki deklarowały chęć utrzymania stałego wskaźnika wypłat dywidend. Ten wskaźnik dobrze pokazuje sposób podziału zysku. Jednak badane spółki, które wypłacały dywidendy przez co najmniej trzy lata z rzędu, w dokumentach informacyjnych nie deklarowały, że pragną utrzymać określoną wysokość tego wskaźnika, czy też innych wskaźników. Ogłaszały wypłaty, podając ich wysokość w postaci wskaźnika DPS. Również ich strony internetowe na ten temat nie zawierały danych obszerniejszych niż dokumenty informacyjne.

Liczba spółek wypłacających dywidendę w okresie co najmniej trzech lat z rzędu jest niezwykle niska w relacji do wszystkich spółek indeksu (230). Wobec powyższego zasadne staje się stwierdzenie, że spółki na rynku NewConnect nie są zainteresowane polityką dywidend. Wynika to zarówno z małej liczby podmiotów



wypłacających w długich okresach dywidendę, jak i z braku oficjalnych enuncjacji spółek dotyczących polityki wypłat.

Większość spółek, których akcje są przedmiotem obrotu w tym segmencie rynku kapitałowego, nie płaci dywidend. Z dokumentów publikowanych przez te podmioty wynika, że najczęstszy sposób zagospodarowania zysku stanowi przeznaczenie go na kapitał zapasowy<sup>7</sup>. Spółki pokrywają także z zysku swoje straty za poprzednie okresy. W niektórych przypadkach spółki za poszczególne lata w ogóle nie osiągały zysku, co było znaczącą przeszkodą w dokonywaniu wypłat<sup>8</sup>.

#### 4. Zakończenie

Spółki funkcjonujące na rynku NC nie są w pełni reprezentatywne dla małych i średnich przedsiębiorstw, ale poziom dystrybucji zysku w tych podmiotach został uchwycony empirycznie. Na podstawie uzyskanych danych można wyprowadzić wnioski (choć ograniczone) dotyczące tego obszaru działalności średnich i w mniejszym stopniu małych firm w Polsce. Gratyfikacja akcjonariuszy w formach przewidzianych przez KSH nie jest dla nich priorytetowa. W przytłaczającej większości nie prowadzą polityki dywidend zgodnie z wybraną formułą długookresową (np. stałego wskaźnika dywidendy na jedną akcję). Wypłaty dywidend mogą nie być realizowane z wielu powodów, np. ze względu na trudną sytuację finansową tych podmiotów wynikającą z realizacji przedsięwzięć rozwojowych, ale także ze względu na słabe wyniki finansowe wynikające z nieefektywnej działalności. Politykę dywidend rozumianą jako utrzymywanie względnie stałego (w okresie co najmniej trzech lat) wskaźnika DPS wśród spółek tego rynku prowadzi mała liczba podmiotów. Samą ciągłość płatności bez wyboru określonego schematu płatności zachowało w rozpatrywanym okresie trochę więcej spółek. Nieregularnych płatności (jednorazowych lub wielokrotnych z brakiem ciągłości) dokonuje znacznie więcej podmiotów, połowa z wypłacających spółek, ale ich liczba w stosunku do wszystkich spółek, których akcje są przedmiotem obrotu na tym rynku, czy też w stosunku do spółek z NCIndex, wciąż nie jest duża. Stąd też zamiast o polityce dywidend bardziej realistycznie można byłoby mówić o wypłatach dywidend w spółkach. Pewnym wyjaśnieniem takiego stanu rzeczy może być krótki okres funkcjonowania firm, zwiększone zapotrzebowanie na kapitał w okresie wzrostu wynikające z dużych potrzeb inwestycyjnych i będąca rezultatem tego niechęć do pozbywania się zysku oraz utrudniające stabilizację okoliczności gospodarcze. Systematyczna polityka dywidend może się

---

<sup>7</sup> Ze względu na korzystniejsze konsekwencje podatkowe w podatku dochodowym od osób prawnych w przypadku zasilania kapitału zapasowego.

<sup>8</sup> Zgodnie z KSH nie uniemożliwia to wypłat, jednak w praktyce trudno było się ich spodziewać.

jeszcze w tych podmiotach rozwinąć, ale biorąc pod uwagę ich potrzeby kapitałowe i mniejsze zasoby finansowe – w odniesieniu do spółek z rynku głównego – raczej nie będą to działania zbyt intensywne.

## Literatura

- Damodaran A. [2007], *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Katowice.
- Glen J., Karmokolias Y., Miller R.R., Shah S. [1995], *Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets, To Pay or Not to Pay*, International Finance Corporation, Discussion Paper nr 26, The World Bank, Washington D.C.
- Jensen M.C. [1986], *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review”, nr 76, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>.
- Kowerski M. [2011], *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Łukasik G. [2012], *Problem samofinansowania rozwoju przedsiębiorstwa [w:] Szkice o finansach*, red. T. Famulska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Miller M.H., Modigliani F. [1961], *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, „Journal of Business”, nr 34/4, <http://dx.doi.org/10.1086/294442>.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2012 [2013], PARP, Warszawa.
- Rynki, instrumenty i instytucje finansowe* [2009], red. J. Czekaj, PWN, Warszawa.
- Sierpińska M. [1999], *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa.
- Szczepankowski P. [2013], *Determinanty wypłaty dywidend przez spółki kapitałowe wczesnej fazy rozwoju*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 786.
- Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej, Dz.U. z 2004 r., nr 173, poz. 1807 ze zm.

## Dividends in Companies Listed on the NewConnect Market

The paper presents the issue of dividend payments in small and medium companies listed on the NewConnect market. The analysis of payments leads to the conclusion that the majority of these companies do not have a long-term dividend policy. For a variety of reasons, dividend payments are not a priority for these companies.

**Keywords:** dividend payment, dividend policy, distribution of profits, financial decisions.