



## Katarzyna Dembowska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie  
kdembowska1@gmail.com

# POLITYKA DYWIDEND A NAKŁADY NA BADANIA I ROZWÓJ. PRZYPADEK WYBRANYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH INDEKSU DOW JONES U.S. TECHNOLOGY W LATACH 2008-2017

**Streszczenie:** Celem niniejszego artykułu jest zidentyfikowanie prawidłowości w zakresie podziału zysku przedsiębiorstw pomiędzy nakłady przeznaczane na R&D a środki na wypłatę dywidend. Artykuł prezentuje również problem relacji pomiędzy polityką dywidend, cyklem życia spółki a R&D. Te czynniki oddziałują na decyzje przedsiębiorstwa w zakresie podziału zysku. Analiza została dokonana na przykładzie firm należących do pierwszej dziesiątki indeksu Dow Jones U.S. Technology w latach 2008-2017. Bardzo ciężko znaleźć prawidłowości, którymi kierują się przedsiębiorstwa przy podziale zysku. Jednakże wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że znaczący wpływ na decyzje dotyczące tego, jak jest dzielony zysk, ma faza cyklu rozwoju firmy.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidend, R&D, spółki akcyjne, cykl życia firmy.

**JEL Classification:** G35.

## Wprowadzenie

We współczesnej gospodarce światowej coraz większą rolę odgrywają wielkie korporacje międzynarodowe, a szczególnie te z branży technologicznej. Wśród tej grupy największe znaczenie mają spółki akcyjne notowane na amerykańskim indeksie technologicznym S&P Dow Jones. Globalny charakter i innowacyjna działalność takich firm stanowią interesujący przykład podejścia do rozwiązywania problemu, jakim jest podział zysku netto. W związku z tym dylematem powstaje konflikt interesów, gdyż z jednej strony akcjonariusz jest zainteresowany uzyskaniem wysokiej dywidendy, a z drugiej strony spółka po-

siada znaczące potrzeby inwestycyjne. Analiza porównawcza w artykule została przeprowadzona na podstawie danych ze sprawozdań finansowych wybranych spółek akcyjnych indeksu Dow Jones U.S. Technology w latach 2008-2017. W pierwszej części artykułu opisano politykę dywidend dominującą we współczesnych przedsiębiorstwach ze szczególnym uwzględnieniem faz cyklu rozwoju przedsiębiorstwa czy najważniejszych czynników wpływających na politykę dywidend. W drugiej części dokonano analizy porównawczej następujących danych: wydatków kwotowych i procentowych wypłacanych dywidend w stosunku do dochodu, wartości dywidend na jedną akcję, nakładów na R&D (kwota i procent w stosunku do osiągniętego dochodu) w badanych spółkach akcyjnych w latach 2008-2017.

## 1. Polityka dywidend

Przedsiębiorstwo jest podmiotem świadczącym usługi oraz wytwarzającym produkty dla innych podmiotów życia społecznego w celu osiągnięcia korzyści majątkowych na ryzyko właściciela [Sudol, 2002, s. 43]. Celem przedsiębiorstwa jest zmienna ekonomiczna dotycząca jego działalności, która jest podstawowym obiektem zainteresowania jego kierownictwa i w związku z tym jest podstawowym kryterium wyboru rodzaju i kierunku jego dalszego działania [Sudol, 2002, s. 73].

Współcześnie podstawowym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego majątku. Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jako główny cel spółki ma swój początek w Stanach Zjednoczonych w latach 60. i 70. XX w. Można wyróżnić trzy główne przyczyny zastąpienia zysku jako celu przedsiębiorstwa maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy [Dobija, Koładkiewicz, 2011, s. 27-29]:

- zwiększenie i zmiany w strukturze przedsiębiorstwa,
- większa konkurencja,
- oddzielenie własności i kontroli od zarządzania.

Ponadto w latach 80. i 90. XX w. pojawił się następujący czynnik powodujący zwiększenie strategii maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a mianowicie przejście ze strategii „składaj i inwestuj” (retain and invest) do strategii „zmniejszaj i rozdzielaj” (downsize and distribute). Co więcej, wzrost wartości akcjonariuszy dotyczy także zysków kapitałowych wygenerowanych ze sprzedaży akcji spółki w przyszłości i sumy dywidend uzyskanej w danym okresie. W związku z tym jeżeli celem przedsiębiorstwa jest wzrost wartości akcjonariu-

szy, to od nadzoru korporacyjnego oraz zarządzania oczekują oni [Dobija, Koładkiewicz, 2011, s. 27-29]:

- ponadprzeciętnej, wysokiej, całkowitej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału,
- stałej lub rosnącej dywidendy z akcji,
- uwagi menedżerów skupionej na wzroście majątku właścicieli,
- faktycznej i rzetelnej informacji o sytuacji spółki.

Wygenerowany przez przedsiębiorstwo zysk należy do akcjonariuszy, czyli właścicieli, i wynika zarówno z czynników wewnętrznych (np. sytuacja finansowa, plany działalności), jak i zewnętrznych, które są niezależne od podmiotu (np. preferencje klientów) [Jabłoński, Prymon, 2017, s. 20]. Podział zysku netto w podmiocie gospodarczym jest zatem związany ze strategią finansową przedsiębiorstwa dotyczącą projektów inwestycyjnych, źródeł finansowania działalności, możliwości korzystania z kapitałów obcych, możliwości spadku wartości kapitałów z powodu inflacji, odpowiedniego podziału wyniku finansowego czy też bieżącego rozwiązywania kwestii związanych z płynnością finansową. Zysk netto w spółce sprowadza się do trzech możliwości [Sierpińska, 1999, s. 46]:

- zatrzymania całego zysku z przeznaczeniem na rozwój,
- przekazania całego zysku na wypłatę dywidend,
- podziału zysku na dwie części (jedna pozostaje w przedsiębiorstwie na rozwój, a druga zostaje wypłacona interesariuszom).

Możliwość podziału zysku netto jest spójna z głównym celem spółki i zależy od takich czynników, jak: potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstwa, możliwości pozyskania kapitału z innych źródeł, preferencje właścicieli kapitału oraz roszczenia pracowników przedsiębiorstwa. Warto wspomnieć, iż podziałem zysku netto są zainteresowani interesariusze, tzn. zarówno właściciele kapitału własnego, jak i obcego, członkowie zarządu, rad nadzorczych oraz pracownicy, w związku z tym ich cele są różne, a dodatkowo mogą być ze sobą sprzeczne [Jeżak i in., 2016, s. 50-51].

Dywidendy są pochodną wygenerowanych przez przedsiębiorstwo zysków netto. W związku z tym każda ich wypłata powoduje zmniejszenie zatrzymanych zysków oraz kapitału. Zatrzymane środki pieniężne mogą być wykorzystane do zmniejszenia zadłużenia bądź też zakupienia przez firmę nowych aktywów. W przypadku gdy nabyte aktywa dostarczą spółce korzyści finansowych, przedsiębiorstwo będzie w stanie wypłacić dodatkową dywidendę akcjonariuszom oraz ma możliwość zwiększenia swojego potencjału w zakresie rozwoju. Jeżeli firma rozdysonowuje dochody, jest zmuszona do zdobycia zasobów go-

tówkowych z innego źródła, natomiast gdy zatrzymuje zyski, ma możliwość rozwoju [Mayo, 2014, s. 275].

Polityka dywidend to strategia podziału wyniku finansowego poprzez zaspokojenie obecnych oraz przyszłych potrzeb budżetowych spółki, a także realnych oczekiwań akcjonariuszy. Wynika z tego, że firma powinna uwzględnić zarówno swoje terażniejsze, jak i przyszłe wydatki inwestycyjne przy określaniu wypłaty dywidend. Co więcej, należy także zwrócić uwagę na zaspokajanie oczekiwań inwestorów, aby były one realne i nie wpływały na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Wśród polityki wypłat dywidend można wyróżnić [Brigham, 1996, s. 228-236]:

- politykę dywidend rezydualnych,
- politykę stałych dywidend,
- politykę niewielkich stałych dywidend z premią,
- politykę rosnących (stałe bądź stopniowo) dywidend,
- politykę stałych stóp wypłat.

Polityka dywidend rezydualnych jest wykorzystywana przez przedsiębiorstwa, dla których najważniejszą kwestią oddziałującą na wysokość dywidend są możliwości inwestycyjne oraz dostęp do źródeł finansowania niezbędnych do projektów inwestycyjnych. Polityka ta opiera się na [Brigham, 1996, s. 228-236]:

- określeniu zrównoważonego preliminarza inwestycji,
- ustaleniu ilości kapitału potrzebnego do sfinansowania inwestycji,
- oszacowaniu zysków, które mogą być użyte do sfinansowania przyszłych inwestycji,
- wypłacie pozostałej części zysków (rezydualnej) inwestorom w formie dywidend.

Korzystanie z polityki dywidend rezydualnych polega na tym, że wysokość dywidend zmienia się w zależności od osiągniętych zysków i realizowanej polityki inwestycyjnej.

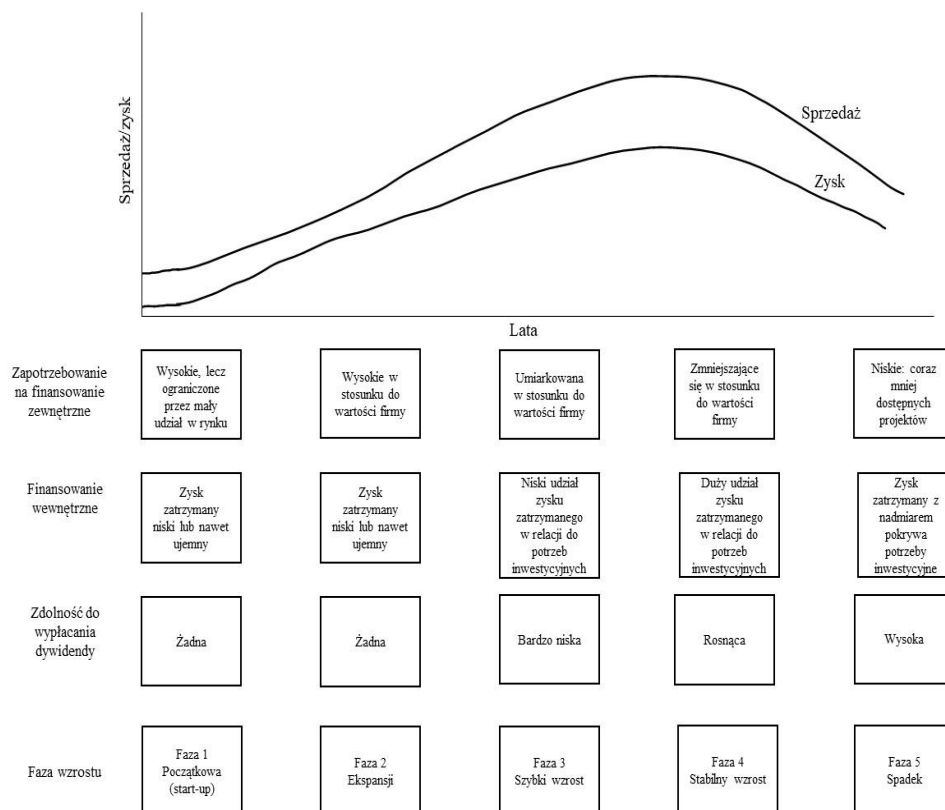
W przypadku polityki stałych dywidend uznaje się, że co roku inwestorzy dostają taką samą wysokość dywidendy bez względu na poziom generowanych zysków. Należy jednak pamiętać, że dla firmy wiąże się to z obowiązkiem uwzględniania w strukturze finansowej dodatkowych środków przeznaczonych na inwestycje, a w przypadku gdy firma generuje niższe zyski – również z koniecznością wypłat dywidend.

Z kolei polityka stałej dywidendy z premią polega na tym, że inwestorzy mogą oczekiwać minimalnej stałej dywidendy. W przypadku gdy zyski są wysokie, przedsiębiorstwo może uzupełnić stałą dywidendę o premię, czyli dodatkową wypłatę, jednakże występuje to wówczas, gdy spółka nie planuje znaczących inwestycji.

Następnie polityka rosnących dywidend oznacza, że spółka wypłaca co roku stały odsetek zysku. Ten rodzaj polityki dywidend dla inwestorów charakteryzuje się dużą zmiennością otrzymywanej kwoty uzależnionej od zysku netto, jednakże dzięki temu inwestorzy na bieżąco znają obecną sytuację finansową firmy [Jaworski, 2017, s. 450].

Przedsiębiorstwo zmienia politykę dywidend, wchodząc w następne fazy cyklu życia. Można wyróżnić 5 faz cyklu życia przedsiębiorstwa:

- początkową (start-up),
- ekspansji,
- szybkiego wzrostu,
- dojrzałości,
- spadku.



**Rys. 1.** Cykl życia firmy a polityka dywidend

Źródło: Damodaran [2007, s. 1022].

Podczas fazy szybkiego wzrostu przedsiębiorstwo posiada optymistyczne prognozy inwestycyjne, dlatego też nie wypłaca dywidend. Dywidenda zwiększa się wraz ze stabilizacją przepływów pieniężnych oraz gdy projekty inwestycyjne przedsiębiorstwa dostarczają mniejszego zwrotu. Charakterystyczny cykl zmian polityki dywidend w cyklu życia przedsiębiorstwa został zaprezentowany na rys. 1. Należy dodać, że im wyższe tempo rozwoju przedsiębiorstwa, tym niższa dywidenda [Damodaran, 2007, s. 1021].

Teoria dywidend na podstawie cyklu życia spółki prezentuje, że przedsiębiorstwo zaczyna wypłatę dywidend wówczas, gdy jest w fazie przechodzenia z wysokiego tempa rozwoju (fazy niedojrzałości) do niskiego tempa wzrostu (fazy dojrzałości). Moment przejścia do fazy dojrzałości jest spowodowany takimi czynnikami, jak spadek tempa wzrostu spółki, rentowność i ryzyko systematyczne. Firmy we wczesnej fazie wzrostu potrzebują środków na inwestycje, dlatego też bardzo rzadko wypłacają dywidendy w odróżnieniu od przedsiębiorstw dojrzałych, w których potrzeby inwestycyjne są mniejsze. Wynika to z faktu, że wraz z rozwojem możliwości inwestycyjne firmy maleją, a więc powoduje to zmniejszenie zapotrzebowania na nakłady inwestycyjne, dlatego też więcej środków pozostaje w spółce [Sierpińska-Sawicz, 2015].

### **1.1. Czynniki determinujące politykę dywidend**

Główne determinanty, które wpływają na poziom wypłacanych dywidend, można podzielić na podstawowe trzy grupy [Jabłoński, Prymon, 2017]:

- mikroekonomiczne,
- makroekonomiczne,
- rynkowe.

Do pierwszej grupy można zaliczyć takie czynniki, jak: dostępne projekty inwestycyjne, zysk netto oraz zysk zatrzymany, przepływy pieniężne, płynność finansowa, środki pieniężne, aktywa, kapitał własny, kapitał stały, struktura kapitału, poziom amortyzacji, aktywność aktywów ROA, rentowność kapitału własnego ROE, cykl życia przedsiębiorstwa, potrzeba zachowania nadzoru nad przedsiębiorstwem, poziom zadłużenia oraz niechęć zarządu do powiększania zadłużenia, zawarte umowy, a także preferencje właścicieli. Do determinantów makroekonomicznych należą m.in.: inflacja, PKB, dynamika inwestycji, zmiany poziomu notowań waluty danego państwa, dynamika eksportu oraz importu, system prawny oraz podatkowy. Do grupy rynkowej, często określanej jako psychologiczna ze względu na związek z finansami behawioralnymi, można

zaliczyć m.in.: nastroje gospodarcze, indeks PMI, wskaźniki rynkowe (P/E, P/BV) oraz koniunkturę na rynku [Jabłoński, Prymon, 2017, s. 36].

Jako pierwszy przeprowadził badania J. Lintner. Wynika z nich, że im wyższy zysk osiągnięty przez spółkę, tym większe szanse na wypłatę dywidend [Lintner, 1956, s. 97-113]. Badania pokazują, że kluczowych determinantów wpływających na politykę wypłat dywidend szukano już ponad 50 lat temu. Niektóre z istotniejszych i trwałych czynników polityki wypłat dywidend obejmują praktyki wypłat dywidend w przeszłości, stabilność dochodów lub przepływów pieniężnych czy poziom obecnych i oczekiwanych przyszłych dochodów. Należy dodać, iż to, co jest istotne dla jednej firmy, może być nieistotnym czynnikiem lub mniej znaczącym dla innej [Baker, Singelton, Veit, 2011, s. 274].

Warto dodać, że nie występuje jedna teoria, która w sposób jednoznaczny określiłaby czynniki wpływające na politykę wypłat dywidend. Liczne analizy i badania w tej dziedzinie, które są realizowane na rozwiniętych rynkach kapitałowych, umożliwiają wyodrębnienie najbardziej znaczących determinantów, takich jak [Jeżak i in., 2016, s. 67]:

- rentowność,
- poziom dźwigni finansowej,
- możliwości inwestycyjne,
- rozmiar przedsiębiorstwa,
- ryzyko funkcjonowania spółki,
- poziom kontroli firmy przez akcjonariuszy mniejszościowych.

Rentowność jest jednym z najważniejszych determinantów wpływających na politykę dywidend [Jeżak i in., 2016, s. 67]. Na podstawie teorii sygnalizacji oraz obserwacji rynku powstała hipoteza dotycząca zawartości informacyjnej dywidendy. Wyjaśnia ona, iż politykę dywidend można rozpatrywać jako narzędzie stosowane do zmniejszania asymetrii informacji między zarządem a akcjonariuszami. Poprzez podział zysku oraz wypłatę dywidend przedsiębiorstwa informują akcjonariuszy o pozytywnej kondycji finansowej spółki, dlatego też przedsiębiorstwa rentowne są bardziej chętne do wypłaty dywidend [Horbaczewska, 2012, s. 83-85].

W przypadku teorii hierarchii finansowania spółki bardziej preferują finansowanie wewnętrzne niż zewnętrzne, natomiast gdy to nie wystarcza, decydują się w pierwszej kolejności na dług, a dopiero później na emisję akcji. W związku z tym przedsiębiorstwa rentowne mają większe potrzeby związane z inwestycjami i dlatego decydują się na zatrzymanie uzyskanych zysków w celu ich reinwestycji [Jeżak i in., 2016, s. 67].

W przypadku dźwigni finansowej jej wzrost powoduje zwiększenie kosztów przedsiębiorstwa, a w rezultacie również ryzyka funkcjonowania. Firmy z wysokim stopniem zadłużenia charakteryzują się mniejszą skłonnością do wypłaty dywidendy, ponieważ osiągnięte zyski przeznaczają na spłatę swoich zobowiązań. W związku z powyższym dźwignia finansowa negatywnie oddziałuje na decyzje związane z wypłatą dywidend. Wynika to z koncepcji teorii agencji. Jednakże należy pamiętać, iż istnieje pogląd, że przedsiębiorstwa z wysokim poziomem wypłat dywidend są finansowane długiem, natomiast z niskim poziomem wypłat dywidend są finansowane kapitałem własnym, co może oznaczać pozytywną zależność pomiędzy dźwignią finansową a wypłatą dywidend. Wynika to z teorii sygnalizacji [Kaźmierska-Józwiak, 2014, s. 130].

Im mniejsze są możliwości inwestycyjne, tym większe prawdopodobieństwo wypłaty dywidend, ponieważ jeżeli przedsiębiorstwo nie ma możliwości wykonania inwestycji o dodatniej wartości NPV, wtedy spółka powinna wypłacić dywidendę, żeby uzyskany zysk nie został zmarnowany, co jest konsekwencją teorii agencji [Jeżak i in., 2016, s. 68].

Większe firmy są bardziej zdywersyfikowane, dlatego też w mniejszym stopniu są obciążone ryzykiem bankructwa. Co więcej, duże przedsiębiorstwa mają prostszy dostęp do rynku kapitałowego, w związku z tym łatwiej jest im uzyskać środki pieniężne w celu pokrycia braków płynności. Dodatkowo wpływ wielkości przedsiębiorstwa na skłonność do wypłaty dywidend jest rezultatem teorii agencji (wypłaty dywidend redukują koszty agencji). Zależność ta jest uzasadniona również teorią cyklu życia, ponieważ bardziej skłonne do dzielenia się zyskami są przedsiębiorstwa dojrzałe, które zazwyczaj dysponują większymi aktywami. W przypadku ryzyka im większa niepewność dotycząca oczekiwanych w przyszłości dochodów firmy, tym większe ryzyko niewypłacenia dywidendy. Istnieje negatywna zależność pomiędzy ryzykiem a skłonnością do wypłaty dywidendy [Kaźmierska-Józwiak, 2014, s. 131-132].

W przypadku struktury akcjonariatu badania prezentują, iż na politykę dywidend oddziałuje stopień skoncentrowania akcjonariatu. Im bardziej skoncentrowany akcjonariat, tym mniejsze wypłaty dywidend. Ponadto dywidendy powodują nasilenie konfliktu pomiędzy dużymi, kontrolującymi akcjonariuszami a akcjonariuszami mniejszościowymi. W Niemczech czy Holandii występowanie dominującego akcjonariusza wiąże się z niskimi dywidendami, gdyż akcjonariusze większościowi są zainteresowani zatrzymaniem osiągniętych zysków i przekazaniem ich na rozwój przedsiębiorstwa [Jeżak i in., 2016, s. 68].



Reasumując, za najważniejszy czynnik wpływający na wypłatę dywidend wskazuje się obecną sytuację finansową spółki. Co więcej, istotną determinantą są również miary płynnościowe przedsiębiorstwa, a dopiero w dalszej kolejności wskaźniki dotyczące rentowności [Serafin i in., 2012, s. 115].

## 1.2. Badania

Poniżej zostanie dokonana analiza porównawcza 10 wybranych przedsiębiorstw technologicznych według wagi indeksu Dow Jones U.S. Technology w latach 2008-2017. Poniżej przedstawiono dochody netto poszczególnych spółek akcyjnych wraz z ich wiekiem w 2017 r., czyli w końcowym roku analizy. Ze względu na brak danych do pełnej analizy w przypadku firmy Facebook Inc. A oraz w przypadku firmy Alphabet, która wcześniej była podzielona na dwa rodzaje ze względu na podział akcji A – posiadającej 1 głos i C – nieposiadającej żadnego głosu, spółka zostanie przeanalizowana jako jeden podmiot. W związku z tym zostanie zbadanych 8 z 10 podmiotów na przestrzeni 10 lat.

Poniżej zaprezentowano tabelę 1 wraz z dochodem netto analizowanych spółek akcyjnych w latach 2008-2017. Poniższe dane zostały przedstawione w miliardach dolarów na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek w ich raportach za rok finansowy.

Należy zaznaczyć, że dochód jest rozumiany jako całkowity przychód przedsiębiorstwa, natomiast dochód netto – jako zysk bądź strata przedsiębiorstwa.

**Tabela 1.** Dochód netto w analizowanych spółkach technologicznych w latach 2008-2017 w miliardach dolarów

Firma	Lata										Suma 2008-2017
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Apple Inc. (41 lat)	6,119	8,235	14,013	25,922	41,733	37,037	39,510	53,394	45,687	48,351	320,001
Microsoft Corp. (42 lata)	17,681	14,569	18,760	23,150	16,978	21,863	22,074	12,193	20,539	21,489	189,296
Alphabet Inc. (19 lat)	4,227	6,520	8,505	9,737	10,737	12,733	14,136	15,826	19,478	12,662	114,561
Intel Corp. (49 lat)	5,292	4,369	11,464	12,942	11,005	9,620	11,704	11,420	10,316	9,601	97,733
Cisco Systems Inc. (33 lata)	8,052	6,134	7,767	6,490	8,041	9,983	7,853	8,981	10,739	9,609	83,649
Nvidia Corp. (24 lata)	-30	-68	253	581	563	440	631	614	1,666	3,047	7,697
Oracle Corp. (40 lat)	5,521	5,593	6,135	8,547	9,981	10,925	10,955	9,938	8,901	9,335	85,831
Intl Business Corp. (IBM) (106 lat)	5,292	4,369	11,464	12,942	11,005	9,620	11,704	11,420	10,316	9,601	97,733

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Na podstawie powyższych danych można obliczyć, że najwyższe dochody netto w badanym okresie osiągnęła spółka Apple i wynosiły one w latach 2008-2017 ponad 320 miliardów dolarów. W przypadku pojedynczego roku najwyższy dochód netto również należy do Apple w 2015 r. i wynosi ponad 53 miliardy dolarów. Nvidia Corp., czyli spółka funkcjonująca stosunkowo najkrócej w porównaniu z innymi analizowanymi podmiotami, osiąga najniższe dochody netto w latach 2008-2017, gdyż stanowią one prawie 8 miliardów dolarów. Najniższy dochód netto, a nawet stratę uzyskuje również firma Nvidia Corp. i wynosi ona 68 milionów dolarów w 2009 r.

Tabela 2 prezentuje wydatki dotyczące dywidend oraz nakładów związanych z R&D w analizowanych podmiotach na przestrzeni 10 lat. Dodatkowo podano wiek w końcowym etapie analizy, czyli w 2017 r., każdej z badanych spółek. Poniższe dane przedstawiono w miliardach dolarów na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek w ich raportach za rok finansowy.

**Tabela 2.** Wydatki dotyczące dywidend i nakładów na R&D w analizowanych spółkach technologicznych w latach 2008-2017 w miliardach dolarów

Firma	Lata										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Suma
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	<i>12</i>
Apple Inc. Dywidenda (41 lat)	0	0	0	0	2,5	10,5	11	11,4	12	12,6	60
Apple Inc. R&D	1,1	1,3	1,8	2,4	3,4	4,5	6,0	8,1	10,0	11,6	50,2
Microsoft Corp. Dywidenda (42 lata)	4	4,5	4,6	5,2	6,4	7,5	8,9	10,1	11,3	12	74,5
Microsoft Corp. R&D	8,2	9,0	8,7	9,0	9,8	10,4	11,4	12,0	12,0	13,0	103,5
Alphabet Inc. Dywidenda (19 lat)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alphabet Inc. R&D	2,8	2,8	3,8	5,2	6,1	7,1	9,8	12,3	13,9	16,6	80,4
Intel Corp. Dywidenda (49 lat)	3,1	3,1	3,5	4,1	4,4	4,5	4,4	4,6	4,9	5,1	41,7
Intel Corp. R&D	5,7	5,7	6,6	8,4	10,1	10,6	11,5	12,1	12,7	13,1	96,5
Cisco Systems Inc. Dywidenda (33 lata)	0	0	0	0,7	1,5	3,3	3,8	4,1	4,8	5,5	23,7
Cisco Systems Inc. R&D	5,2	5,2	5,3	5,8	5,5	5,9	6,3	6,2	6,3	6,1	57,8

cd. tabeli 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Nvidia Corp. Dywidenda (24 lata)</b>	0	0	0	0	0	0,05	0,18	0,19	0,2	0,26	0,88
<b>Nvidia Corp. R&amp;D</b>	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4	1,3	1,5	10,9
<b>Oracle Corp. Dywidenda (40 lat)</b>	0	0,25	1	1,1	1,2	1,4	2,2	2,3	2,5	2,6	14,55
<b>Oracle Corp. R&amp;D</b>	2,7	2,8	3,3	4,5	4,5	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	45,4
<b>Intl Business Corp. (IBM) Dywidenda (106 lat)</b>	2,6	2,9	3,2	3,5	3,8	4,1	4,3	4,9	5,3	5,5	40,1
<b>Intl Business Corp. (IBM) R&amp;D</b>	6,3	5,8	6,0	6,3	5,8	5,7	5,4	5,2	5,8	5,8	58,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Na podstawie tabeli 2 można zauważyć pewną tendencję, iż na początku analizowanego okresu dywidendy były zdecydowanie niższe niż w końcowym okresie analizy i z roku na rok stawały się coraz wyższe (jedynym wyjątkiem jest spółka Alphabet Inc., która na przestrzeni 10 lat nie wypłacała dywidend). Co więcej, najniższą dywidendę w badanym okresie wypłaciła spółka Nvidia Corp. w 2013 r. i stanowiła ona tylko 50 milionów dolarów. Jednakże warto wspomnieć, iż jest to pierwsza wypłata dywidendy w tej spółce oraz jest to firma, która stosunkowo od niedawna działa na rynku, jeśli porównamy ją do takich spółek, jak IBM czy Intel Corp. Z kolei najwyższą dywidendę w całym badanym okresie wypłaciła firma Apple Inc. w 2017 r. i wynosiła ona aż 12,6 mld dolarów.

Ogólnie, tylko 3 z 8 spółek wypłacały dywidendy od 2008 do 2017 r. i były to Microsoft Corp., Intel Corp. oraz Intl Business Corp. (IBM), czyli firmy funkcjonujące na rynku najdłużej ze wszystkich badanych. W 2009 r. dywidendy zaczęła wypłacać firma Oracle Corp., a od 2012 r. dołączyły do niej Apple Inc. oraz Cisco Systems Inc., a dopiero w 2013 r. Nvidia Corp. zaczęła wypłacać dywidendy swoim akcjonariuszom. Na podstawie powyższej tabeli można zaobserwować, że firmy rozwijające się bądź krótko działające na rynku starają się nie wypłacać dywidend, jednakże gdy zaczną wypłacać dywidendy, ich wartość rośnie z roku na rok, m.in. ze względu na rozwój i ekspansję przedsiębiorstwa.

Największe wydatki w latach 2008-2017 na badania i rozwój przeznaczają Microsoft Corp., bo aż 103,5 mld dolarów, następnym przedsiębiorstwem inwe-

stującym również znaczące środki finansowe jest Intel Corp., ponieważ wynoszą one aż 96,5 mld dolarów. W czołówce pod względem tego typu inwestycji znajduje się także firma Alphabet Inc., której wydatki wynoszą 80,4 mld dolarów w badanym okresie. Większość, bo aż 6 z 8 analizowanych spółek, w latach 2008-2017 przeznaczyło kwotę ponad 50 mld dolarów na badania i rozwój, natomiast Nvidia Corp. i Oracle Corp. są dwoma spółkami, których wydatki tego typu w badanym okresie są poniżej 50 mld dolarów. Ponadto Nvidia Corp. jest firmą inwestującą najmniejszą kwotę, gdyż tylko 10,9 mld dolarów. Można również zauważyć, że spółka Cisco Systems Inc. stosuje najbardziej zrównoważone podejście do wydatków na badania i rozwój w całym analizowanym okresie. Warto również zwrócić uwagę na wydatki przeznaczane na badania i rozwój w stosunku do dochodu, jakie przedsiębiorstwo generuje w danym roku finansowym, aby móc w jak najbardziej obiektywny sposób dokonać oceny poszczególnych podmiotów w tej dziedzinie i stwierdzić, czy podane wartości są znaczącym wydatkiem w skali dochodu całej spółki.

W tabeli 2 można zauważyć tendencję, że z roku na rok zwiększają się wydatki na badania i rozwój. Na początku badanego okresu, czyli w 2008 r., największą kwotę na badania i rozwój przeznaczał Microsoft Corp., czyli aż 8,2 mld dolarów. Jednakże nie utrzymał pozycji lidera do końca badanego okresu, ponieważ już w 2012 r. prześcignęła go spółka Intel Corp., której wydatki wynosiły 10,1 mld dolarów. Warto dodać, że Intel Corp. utrzymał swoją pozycję tylko przez 4 lata, gdyż już w 2015 r. wyprzedziła go firma Alphabet Inc., która wydała aż 12,3 mld dolarów i jest liderem w wydatkach na badania i rozwój do końca badanego okresu, czyli aż do 2017 r. W 2017 r. firma Alphabet Inc. przeznaczyła rekordową kwotę na badania i rozwój w całym analizowanym okresie, bo aż 16,6 mld dolarów. Należy też zaznaczyć, że Alphabet Inc. inwestuje największe środki na badania i rozwój w ostatnim okresie pomimo tego, iż jest stosunkowo krótko funkcjonującym przedsiębiorstwem. Wśród firm przeznaczających najmniejsze środki na badania i rozwój w pojedynczych okresach jest spółka Nvidia Corp., która jest stosunkowo młodym przedsiębiorstwem w porównaniu z innymi.

Warto również zwrócić uwagę na wydatki przeznaczane na badania i rozwój w stosunku do dochodu, jaki generuje dane przedsiębiorstwo w danym roku finansowym, aby móc w jak najbardziej obiektywny sposób dokonać oceny poszczególnych podmiotów w tej dziedzinie i stwierdzić, czy podane wartości są znaczącym wydatkiem w skali dochodu całej spółki.

W tabeli 3 zostały przedstawione dywidendy w stosunku do dochodu, jaki generuje przedsiębiorstwo w danym roku finansowym, oraz nakłady na R&D

w stosunku do dochodu, jaki generuje przedsiębiorstwo w celu przeanalizowania w jak najbardziej obiektywny sposób tych wydatków w skali dochodu całej spółki. W tabeli 3 zaprezentowano dywidendy oraz nakłady na R&D jako procent osiągniętego dochodu w analizowanych spółkach technologicznych w latach 2008-2017.

**Tabela 3.** Dywidendy oraz nakłady na R&D jako procent osiągniętego dochodu w analizowanych spółkach technologicznych w latach 2008-2017

Firma	Lata									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Apple Inc. Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	6,1%	6,0%	4,9%	5,6%	5,5%
Apple Inc. R&D	3,4%	3,6%	3,0%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	5,0%	5,0%
Microsoft Corp. Dywidenda	6,6%	7,7%	7,4%	7,4%	8,7%	9,6%	10,12%	10,8%	13,2%	13,3%
Microsoft Corp. R&D	14,0%	15,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	14,0%	14,0%
Alphabet Inc. Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Alphabet Inc. R&D	12,8%	12,0%	12,8%	13,6%	13,2%	12,9%	14,9%	16,3%	15,5%	15,0%
Intel Corp. Dywidenda	8,2%	8,8%	8,0%	7,6%	8,2%	8,5%	7,9%	8,3%	8,3%	8,1%
Intel Corp. R&D	15,2%	16,1%	15,1%	15,4%	19,0%	20,1%	20,6%	21,9%	21,5%	20,9%
Cisco Systems Inc. Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	3,3%	6,8%	8,1%	8,3%	9,7%	11,5%
Cisco Systems Inc. R&D	13,0%	14,4%	13,2%	13,5%	11,9%	12,2%	13,4%	12,6%	12,8%	12,6%
Nvidia Corp. Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	4,4%	4,1%	4,0%	3,8%
Nvidia Corp. R&D	16,9%	25,0%	27,3%	24,0%	25,1%	26,8%	32,3%	29,0%	26,6%	21,0%
Oracle Corp. Dywidenda	0,0%	1,1%	3,7%	3,1%	3,2%	3,8%	5,7%	6,0%	6,7%	6,9%
Oracle Corp. R&D	12,0%	12,0%	12,0%	13,0%	12,0%	13,0%	13,0%	14,0%	16,0%	16,0%
Intl Business Corp. (IBM) Dywidenda	2,5%	3,0%	3,2%	3,3%	3,6%	4,1%	4,6%	6,0%	6,6%	6,9%
Intl Business Corp. (IBM) R&D	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	6,0%	6,2%	5,9%	6,4%	7,2%	7,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Analizując powyższe dane, można zauważyć, że największe dywidendy dla swoich akcjonariuszy w stosunku do dochodu spółki przeznacza firma Microsoft Corp., gdyż wahają się one pomiędzy 6,6% a 13,3% i co więcej – są one stosun-

kowo duże w porównaniu z pozostałymi spółkami. Następnym przedsiębiorstwem wypłacającym również znaczące dywidendy w stosunku do całego dochodu w badanym okresie jest firma Intel Corp., ponieważ dywidenda jako procent całego dochodu waha się w przedziale pomiędzy 7,6% a 8,8% i jest to firma, która przeznaczająca na wypłatę dywidendy najbardziej stabilną część swojego dochodu w ujęciu procentowym w latach 2008-2017. Spółka Alphabet Inc., jak już wcześniej było wspomniane, nie wypłaca dywidend, w związku z tym ich procent w stosunku do całego dochodu wynosi 0. Istnieją również inne firmy, które nie wypłacały od początku swoim udziałowcom dywidend, takie jak Apple Inc., Cisco Systems Inc., Nvidia Corp. oraz Oracle Corp. i ich procent wypłaty dywidend w stosunku do dochodu także wynosi 0 w niektórych latach analizowanego okresu. Przedsiębiorstwem, które daje najniższe dywidendy w stosunku do swoich całych dochodów, jest Nvidia Corp., ale jak już wcześniej było wspomniane, wynika to m.in. z krótkiego funkcjonowania tej spółki na rynku w porównaniu z innymi badanymi podmiotami. Ponadto można zaobserwować pewną tendencję, iż generalnie spółki starają się wypłacać z roku na rok w analizowanym okresie coraz większy procent swojego dochodu w postaci dywidend dla akcjonariuszy.

Największe wydatki na badania i rozwój przeznaczają Nvidia Corp., są one najwyższe w całym badanym okresie i wahają się od 16,9% do 32,3% dochodu spółki. Następnie Intel Corp., którego wydatki w tym zakresie są również stosunkowo wysokie, gdyż wahają się od 15,1% do 21,9% dochodu w latach 2008-2017. Najniższe wydatki na badania i rozwój przeznaczają Apple Inc. i wynoszą one tylko od 2% do 5% dochodu spółki w analizowanym okresie. Również relatywnie niski procent swojego dochodu w badania i rozwój inwestuje przedsiębiorstwo Intl Business Corp. (IBM), ponieważ tego typu wydatki oscylują pomiędzy 5,9% a 7,3% w badanym okresie. Generalnie aż 6 z 8 analizowanych spółek przeznaczają ponad 10% swojego dochodu finansowego na badania i rozwój, a tylko dwie z nich przeznaczają poniżej 10% dochodu w tego rodzaju inwestycje. Co więcej, można zaobserwować, że takie firmy, jak Apple Inc., Microsoft Corp., Cisco Systems Inc. czy Intl Business Machines Corp. (IBM), przeznaczają najbardziej porównywalny procent swojego dochodu na wydatki związane z badaniami i rozwojem wśród analizowanych spółek w latach 2008-2017.

Pomimo tego, że niektóre analizowane firmy technologiczne przeznaczają zdecydowanie większe kwoty na wydatki związane z badaniami i rozwojem w zestawieniu z innymi, to często okazuje się, że nierzadko stanowią one tylko niewielki procent dochodu spółki.

Podsumowując, aż 7 z 8 spółek technologicznych przeznaczają większy procent swojego dochodu na R&D. Jedynym wyjątkiem jest spółka Apple Inc., która tylko do 2012 r. przeznaczają większy procent swojego dochodu na badania i rozwój, natomiast po 2012 r. wypłaca więcej środków na dywidendy.

W tabeli 4 zostały zaprezentowane dywidendy zadeklarowane na jedną akcję przez analizowane spółki technologiczne w latach 2008-2017.

**Tabela 4.** Dywidenda na jedną akcję spółek technologicznych w latach 2008-2017 w dolarach

Firma	Lata									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Apple Inc.	0,00	0,00	0,00	0,00	2,65	1,64	1,82	1,98	2,18	2,40
Microsoft Corp.	0,44	0,52	0,52	0,64	0,80	0,92	1,12	1,24	1,44	1,56
Alphabet Inc.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intel Corp.	0,55	0,56	0,63	0,78	0,87	0,90	0,90	0,96	1,04	1,08
Cisco Systems Inc.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,28	0,62	0,72	0,80	0,94	1,10
Nvidia Corp.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,08	0,31	0,34	0,40	0,49
Oracle Corp.	0,00	0,05	0,20	0,21	0,24	0,30	0,48	0,51	0,60	0,64
Intl Business Corp. (IBM)	2,60	2,90	3,20	3,50	3,80	4,10	4,30	4,90	5,30	5,50

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Tabela 4 pokazuje, jak kształtowała się dywidenda za jedną akcję na przestrzeni 10 lat w wybranych spółkach technologicznych. Na podstawie powyższych danych można zauważyć, że najwyższą dywidendę na jedną akcję przez cały analizowany okres wypłacała spółka Intl Business Corp. (IBM) i wahała się ona pomiędzy 2,6 a 5,5 dolarów. Dodatkowo w 2017 r. firma IBM osiągnęła najwyższą dywidendę na 1 akcję spośród wszystkich przedsiębiorstw i stanowiła ona 5,5 dolarów. Warto również wspomnieć, że dywidenda na jedną akcję w IBM przez cały badany okres z roku na rok była wyższa. W przypadku spółki Apple Inc. od 2011 r. również można zaobserwować wypłatę dywidendy na jedną akcję dla akcjonariuszy oraz fakt, iż od tego roku dywidendy są wysokie w porównaniu z pozostałymi spółkami, ponieważ waha się w granicach pomiędzy 1,64 a 2,65 dolarów. Firma Alphabet Inc., tak jak już wcześniej wspomniano, nie wypłaca dywidend, natomiast spółki Microsoft Corp. oraz Intel Corp. wypłacają dywidendę na jedną akcję w przedziale pomiędzy 0,44 a 1,56 dolarów oraz ich dywidenda rośnie bądź utrzymuje się na tym samym poziomie przez cały badany okres. Oracle Corp. oraz Nvidia Corp. nie wypłacają od początku badanego okresu dywidendy, jednakże gdy zaczynają ją wypłacać, ich

kwota zwiększa się z roku na rok i osiąga w 2017 r. najwyższą wartość odpowiednio 0,64 i 0,49 dolarów.

W artykule podjęto próbę opisanie i przedstawienia uwarunkowań związanych z problemem, jaki pojawia się w prawie każdej działalności gospodarczej, a którego istota sprowadza się do kwestii podziału wypracowanego zysku. Wynika to z konieczności pogodzenia sprzecznych dążeń uczestników procesu, tj. właścicieli i zarządzających, polegających na szybkiej realizacji wypracowanych zysków bądź też na inwestowaniu tychże środków w dłuższej perspektywie czasu celem maksymalizacji zysku w przyszłości. W realnym przedsiębiorstwie sprowadza się to do podjęcia strategicznej decyzji dotyczącej albo przekazania akcjonariuszom osiągniętego zysku i zaspokojenia ich bieżących potrzeb na środki pieniężne, albo przekonania ich o celowości zaangażowania zysków w dalszy rozwój firmy. Realizacja zysków przez akcjonariuszy w spółkach odbywa się najczęściej poprzez odpowiednią politykę dywidend, dlatego w pierwszej części starano się przedstawić pojęcie polityki dywidend w spółkach akcyjnych. Zwrócono również szczególną uwagę na powiązanie fazy cyklu życia przedsiębiorstwa z polityką dywidend. Okazuje się, że spółki są skłonne do wyższych wypłat dywidend wraz ze stabilizacją przepływów pieniężnych, a więc w fazie stabilnego wzrostu oraz spadku. Podsumowując, można stwierdzić, że najważniejszym czynnikiem oddziałującym na politykę dywidend jest przede wszystkim sytuacja finansowa spółki.

Z zestawienia analizy porównawczej wynika, że we wszystkich analizowanych spółkach technologicznych wydatki przeznaczane na badania i rozwój, sumując na przestrzeni 10 lat, są zdecydowanie wyższe niż wypłacane dywidendy. Interesującym przypadkiem jest firma Alphabet Inc., która przez cały badany okres nie wypłaca dywidend akcjonariuszom, co pozwala jej przeznaczać znaczące kwoty na R&D. Jedynym wyjątkiem stanowi Apple Inc., która od 2012 r. wypłaca wyższe dywidendy swoim udziałowcom niż wydatki związane z R&D. Jest to jednak związane m.in. z ogromną popularnością produktów firmy Apple w ostatnim okresie, co w efekcie przekłada się na znaczący wzrost dochodów spółki.

Jednakże w niektórych spółkach w ostatnim czasie poziom wypłat dla akcjonariuszy niebezpiecznie zbliża się do wartości nakładów przeznaczanych na badania i rozwój. Wśród tych spółek jest m.in. już wcześniej wspomniana Apple Inc. (w niektórych latach poziom wypłat dywidend przekroczył nawet nakłady na R&D), Microsoft Corp., Cisco Systems Inc. i Intl Business Corp. (IBM). Należy dodać, że zjawisko to pojawia się w przedsiębiorstwach rozwiniętych, działających długo w branży technologicznej.



Ponadto można zaobserwować, że podmioty, które wypłacają dywidendy przez cały badany okres, to przede wszystkim firmy o ugruntowanej pozycji na rynku: Microsoft Corp., Intel Corp. czy Intl Business Corp. (IBM). Co więcej, w przypadku najwyższej wypłacanej dywidendy na jedną akcję góruje najstarsze przedsiębiorstwo ze stuletnią tradycją, czyli IBM. Na podstawie danych widać, że firmy krótko działające na rynku starają się nie wypłacać dywidend, a przeznaczać środki finansowe przede wszystkim na badania i rozwój (Alphabet Inc. czy Nvidia Corp.).

Warto również zwrócić uwagę na porównanie poziomu wypłat dywidend wraz wielkością nakładów przeznaczanych na badania i rozwój jako udział procentowy w całym dochodzie przedsiębiorstwa. Na podstawie danych można zauważyć, że Nvidia Corp., która wcześniej w porównaniu liczbowym z innymi spółkami nie wydawała najwyższych kwot na badania i rozwój, w latach 2008-2017 inwestuje największy procent swojego dochodu na R&D. Wśród spółek, które przeznaczają najniższy procent swojego dochodu na badania i rozwój, są spółki Apple Inc. oraz IBM. Jest to efektem m.in. wyższych dochodów tych firm, fazy stabilnego wzrostu oraz strategii przedsiębiorstwa. Generalnie można zaobserwować, że większość spółek przeznacza ponad 10% swojego dochodu na nakłady związane z R&D. W tym miejscu należy także nadmienić, że pomimo tego, iż niektóre spółki inwestują znaczne środki finansowe w R&D, nie jest to równoznaczne z przeznaczaniem dużych nakładów finansowych na badania i rozwój (można to zauważyć, analizując wydatki na R&D i wypłaty dywidend w sposób liczbowy oraz procentowy jako część dochodu firmy).

Jak już wcześniej wspomniano, istnieją podmioty wypłacające dywidendy bardzo zbliżone do poziomu wydatków na badania i rozwój. Warto dodać, że analizując wydatki na R&D i poziom wypłat dywidend na podstawie danych każdej badanej spółki, można zauważyć, że różnica ta z roku na rok jest mniejsza w niektórych podmiotach, co może oddziaływać negatywnie na dalszy rozwój spółki, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej. Jest to szczególnie widoczne w latach 2015-2017 w takich spółkach, jak Apple Inc., Microsoft Corp., Cisco Systems Corp. oraz Intl Business Corp. Z kolei w innych spółkach, takich jak: Oracle Corp., Nvidia Corp., Intel Corp. czy Alphabet Corp., można zaobserwować stabilne w czasie nakłady na badania i rozwój.

## Podsumowanie

Konkludując, pomimo tego, że większość z analizowanych przedsiębiorstw przeznacza większe środki finansowe na badania i rozwój niż na wypłatę dywidend, to jednak pojawia się coraz więcej firm, które preferują wypłaty dla akcyj-

nariuszy kosztem zmniejszających się coraz bardziej nakładów inwestycyjnych. Taka strategia firmy może się okazać sprzyjająca jedynie w przypadku krótkoterminowej perspektywy (zadowolenie akcjonariuszy, wzrost atrakcyjności spółki i pozytywny wizerunek firmy), jednakże spółki akcyjne powinny się kierować przede wszystkim długoterminowym celem strategicznym, jakim jest kreacja wartości w warunkach ewoluującego otoczenia, rosnącej konkurencji, pojawiających się nowych technologii oraz zmieniających się warunków polityczno-prawnych. Przedsiębiorstwa są zobligowane do konstruowania strategii podziału zysku stosownie do fazy cyklu życia, w której obecnie znajduje się spółka. Tylko odpowiedni podział zysku do etapu rozwoju przedsiębiorstwa jest w stanie zapewnić ciągłość funkcjonowania podmiotu na rynku. W początkowej fazie rozwoju spółki nie wypłacają dywidend, gdyż potrzebują środków na inwestycje, w przeciwieństwie do spółek dojrzałych, których zapotrzebowanie na środki finansujące rozwój jest zdecydowanie mniejsze, co powoduje wypłatę dywidend.

## Literatura

- Baker H.K., Singelton J.C., Veit E.T. (2011), *Survey Research in Corporate Finance*, OXFORD University Press, New York.
- Bielecki J.K., Pawłowicz L. (2015), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Black F. (1976), *The Dividend Puzzle*, "The Journal of Portfolio Management", Vol. 2, s. 5-8.
- Brigham E.F. (1996), *Podstawy zarządzania finansami 2*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydanie II, Wydawnictwo HELION, Gliwice.
- Dobija D., Koładkiewicz I. (2011), *Ład korporacyjny*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu.pl, Warszawa.
- Jabłoński B., Prymon K. (2017), *Polityka dywidend współczesnego przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Jaworski J. (2017), *Teoria i praktyka Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Jeżak J., Bohdanowicz L., Kaźmierska-Jóźwiak B., Matyjas Z. (2016), *Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

- Każmierska-Jóźwiak B. (2014), *Czynniki polityki dywidendowej w warunkach polskich*, „Annales UMCS. Sectio H”, Łódź.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, “The American Economic Review”, Vol. 46, No. 2, s. 97-113.
- Mayo H.B. (2014), *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Serafin K., Brojak-Trzaskowska M., Miciuła I., Woźniak J., Szemraj T., Buchwald T., Dymitrowski A. (2012), *Zarządzanie przedsiębiorstwem. Cz. 1*, Naukowe Wydawnictwo IVG, Szczecin.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków.
- Sudol S. (2002), *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, Dom Organizatora, Toruń.
- [www 1] <http://www.multpl.com/s-p-500-dividend/table> (dostęp: 18.04.2018).
- [www 2] <http://www.multpl.com/s-p-500-dividend/> (dostęp: 18.04.2018).
- [www 3] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312513028362/d452134d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 4] <https://abc.xyz/investor/> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 5] [https://abc.xyz/investor/pdf/20161231\\_alphabet\\_10K.pdf](https://abc.xyz/investor/pdf/20161231_alphabet_10K.pdf) (dostęp: 29.12.2018).
- [www 6] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000128877615000008/goog2014123110-k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 7] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000128877614000020/goog2013123110-k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 8] [https://abc.xyz/investor/pdf/20151231\\_alphabet\\_10K.pdf](https://abc.xyz/investor/pdf/20151231_alphabet_10K.pdf) (dostęp: 29.12.2018).
- [www 9] <https://investor.apple.com/investor-relations/financial-information/default.aspx> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 10] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312510238044/d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 11] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312512444068/d411355d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 12] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312514383437/d783162d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 13] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312512444068/d411355d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 14] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312511282113/d220209d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 15] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312508224958/d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).

- [www 16] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312509214859/d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 17] <https://www.cisco.com/c/en/us/about/annual-reports.html> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 18] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312512025336/d260164d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 19] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312511032930/d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 20] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312510030774/d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 21] <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312509029448/d10k.htm> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 22] <https://www.ibm.com/investor/financials/financial-reporting.html> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 23] <https://www.intc.com/investor-relations/financials-and-filings/earnings-results/default.aspx> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 24] <https://www.microsoft.com/en-us/Investor/annual-reports.aspx> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 25] <https://investor.nvidia.com/financial-info/sec-filings/default.aspx> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 26] <https://investor.oracle.com/financial-reporting/sec-filings/default.aspx> (dostęp: 29.12.2018).
- [www 27] <http://www.multip.com/s-p-500-dividend/table> (dostęp: 29.12.2018).

**DIVIDEND POLICY AND RESEARCH EXPENDITURE.  
THE CASE OF SELECTED JOINT STOCK COMPANIES  
OF DOW JONES U.S. TECHNOLOGY INDEX IN THE YEARS 2008-2017**

**Summary:** The purpose of the article is to find regularities connected with distribution of the profit in the top ten enterprises listed on Dow Jones U.S. Technology in 2008-2017. The article also discusses the problem of the relationship between the dividend policy, the life cycle of the company and R&D. These factors affect enterprise's choice of distribution of the profit. In analysis special attention is paid to dividend policy as well as R&D. It is difficult to find regularities, which the enterprises choose in term of division of the profit. Based on this study, it can be observed that significant impact on the division of the profit has phase of the development cycle of the entity.

**Keywords:** R&D, dividend policy, publicly owned company, company's life cycle.