

MIROSŁAW WYPYCH

miroslaw.wypych@wp.pl

*Struktura akcjonariatu jako determinanta polityki dywidend –  
analiza na podstawie spółek giełdowych*

---

The Shareholding Structure as a Determinant of Dividend Policy – Analysis Based on Listed Companies

**Słowa kluczowe:** struktura akcjonariatu; dywidenda; spółka giełdowa

**Keywords:** shareholding structure; dividend; listed company

**Kod JEL:** E22; F21; G01

## **Wstęp**

Podmiot angażujący kapitał na rynku finansowym oczekuje określonych korzyści. Nie ma wątpliwości, że dotyczy to również inwestycji w akcje spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Korzyści z tytułu posiadania akcji są uwarunkowane głównie wzrostem cen akcji oraz wypłatą dywidend. O ile na kształtowanie się cen akcji spółka nie ma bezpośredniego wpływu, o tyle płacenie dywidend stanowi rezultat podejmowanych w spółce decyzji dotyczących podziału zysku. W przypadku inwestycji długoterminowych dywidenda może być jedyną formą corocznego wynagrodzenia posiadacza akcji. Decyzja o wypłacie dywidendy jest jednak determinowana przez szereg czynników. Jednym z nich jest fakt rozdzielenia własności od zarządzania, co znajduje wyraz w strukturze akcjonariatu.

Struktura akcjonariatu stanowi pewnego rodzaju mechanizm kontrolny akcjonariuszy w stosunku do menedżerów, ponieważ odzwierciedla możliwość ingerencji właścicieli spółki w zachowanie kadry zarządzającej i tym samym determinuje formę

nadzoru właścicielskiego. Zadaniem nadzoru właścicielskiego jest ograniczanie konfliktów, które pojawiają się na tle różnicy interesów między dawcami kapitału a zarządem spółki. Zarzewiem takich konfliktów może być m.in. podział zysku i związana z nim wypłata dywidend. Na tym tle sformułowano następującą hipotezę badawczą: struktura akcjonariatu i związana z nią forma nadzoru nad spółką determinuje politykę podziału zysku i wypłaty dywidendy. Celem artykułu jest weryfikacja postawionej hipotezy na podstawie analizy decyzji dywidendowych spółek, które w latach 2013–2015 rokrocznie dzieliły się zyskiem z akcjonariuszami.

### 1. Struktura akcjonariatu a nadzór właścicielski nad spółką

Spółka akcyjna jest powszechnie uznawana za najbardziej typową formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstw funkcjonujących według zasad rynkowych. Jedną z fundamentalnych cech spółki akcyjnej jest rozdzielenie własności i zarządzania. Zarządzaniem zajmują się menedżerowie, którzy są upoważnieni przez właścicieli do podejmowania decyzji związanych z funkcjonowaniem spółki. Konsekwencją oddzielenia zarządzania od własności jest jednak możliwość powstania konfliktów między menedżerami a akcjonariuszami. Na tym tle pojawił się problem sprawowania kontroli nad działalnością zarządu, służącej dbałości o przetrwanie i rozwój spółki oraz zapewnieniu realizacji podstawowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja zwrotu z zainwestowanego przez właścicieli kapitału. Problem ten jest powszechnie prezentowany w literaturze i praktyce pod pojęciem nadzoru właścicielskiego.

Nadzór właścicielski rozumiany jest jako sposób egzekwowania praw własnościowych w relacji między akcjonariuszami, ich formalnymi przedstawicielami a zarządem, sprawowany przez właściciela kapitału lub grupę właścicieli. Wynika to z przepisów prawa i statutu spółki, a więc dotyczy sfery prawnej spółki [Lis, Sterniczuk, 2005, s. 30]. Tak rozumiany nadzór właścicielski obejmuje jedynie relację między właścicielami a zarządzającymi, pomijając inne podmioty mające istotny wpływ zarówno na kształtowanie się wartości spółki, jak i zainteresowanych jej wynikami. Nadzór właścicielski jest więc pojęciem węższym od nadzoru korporacyjnego, który obejmuje także formalną i nieformalną strukturę wpływów na najważniejsze decyzje podejmowane przez menedżerów nie tylko właścicieli kapitału, ale i pozostałych interesariuszy [Zalega, 2003, s. 18].

Podstawowe zadanie nadzoru właścicielskiego sprowadza się do łagodzenia konfliktów między dostawcami kapitału do spółki a kadrą zarządzającą. Właściciele sprawują funkcje nadzorcze i kontrolne przez radę nadzorczą oraz w ramach walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Oznacza to, że istotną rolę w realizacji rzeczywistych możliwości ingerencji akcjonariuszy w zachowania menedżerów i kontroli ich działań odgrywa struktura akcjonariatu, która jednocześnie implikuje występowanie konfliktów między poszczególnymi typami udziałowców. Należy w tym miejscu

zaznaczyć, że prawa z akcji w świetle teorii własności są prawami ułomnymi [Jeżak, 2004, s. 7]. Ułomność praw z akcji polega na tym, że nie gwarantują one bezpośredniej kontroli nad sposobem wykorzystania powierzonego spółce kapitału. Akcjonariusze są dawcami kapitału oraz właścicielami posiadanych akcji, ale nie są właścicielami przedsiębiorstwa prowadzonego przez spółkę. Delegowanie władzy i decyzji w zakresie zarządzania kapitałem na rzecz menedżerów jest jednak konieczne ze względu na różnorodność i złożoność decyzji zarządczych. Nie znaczy to, że właścicielami spółki stają się menedżerowie. To właśnie struktura akcjonariatu decyduje, w jakim zakresie akcjonariusze mogą nadzorować menedżerów.

Przez strukturę akcjonariatu rozumie się charakterystykę wysokości udziałów skupionych w rękach określonych grup akcjonariuszy. Struktura akcjonariatu może być rozpatrywana jako [Hamrol, Ochocki, 2008, s. 288]:

- koncentracja własności, czyli występowanie akcjonariuszy większościowych i akcjonariatu rozproszonego,
- obecność określonych typów akcjonariuszy, w szczególności inwestorów instytucjonalnych, oraz udziału właścicielskiego kadry menedżerskiej.

W obu przypadkach struktura akcjonariatu wyraża potencjalną możliwość oddziaływania właścicieli na menedżerów, a więc możliwość sprawowania kontroli nad spółką. Kształt struktury akcjonariatu determinuje zatem decyzje zarządcze, w tym dotyczące podziału zysku. Wyniki badań świadczą generalnie o dużym stopniu koncentracji struktur właścicielskich spółek, co wskazuje na znaczny udział dominującego akcjonariusza w strukturze własności. Z analizy struktur własnościowych największych spółek wynika, że akcjonariat rozproszony jest charakterystyczny jedynie dla Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii [La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, 1999]. W pozostałych krajach przeważa występowanie dominującego akcjonariusza [Becht, Mayer, 2000; Hamadi, 2010]. W Polsce także jest obserwowany relatywnie duży udział akcjonariusza dominującego [Wilczyński, 2014; Patena, 2008]. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że akcjonariusze dominujący nie stanowią zbiorowości jednorodnej – można ich klasyfikować, biorąc pod uwagę typ własności, którą reprezentują.

Rozpatrując strukturę akcjonariatu w kontekście różnic w systemach sprawowania nadzoru i obecności różnych typów inwestorów dominujących, dla potrzeb niniejszego opracowania dokonano określonej systematyzacji spółek, która zostanie wykorzystana w części empirycznej. Na podstawie analizy składu akcjonariatu spółki objęte badaniem podzielono na następujące grupy (w nawiasie podano oznaczenia wykorzystane w zestawieniu tabelarycznym):

- spółki kontrolowane przez inwestora strategicznego krajowego (ISK),
- spółki kontrolowane przez inwestora strategicznego zagranicznego (ISZ),
- spółki kontrolowane przez inwestora strategicznego będącego osobą fizyczną (IOF),
- spółki kontrolowane przez inwestorów finansowych i firmy zarządzające (IFZ),

- spółki, w których udziały posiadają podmioty sektora publicznego: Skarb Państwa, Agencja Rozwoju Przemysłu, samorząd terytorialny (PSP),
- spółki, w których pakiet kontrolny akcji posiada grupa osób fizycznych (GOF),
- spółki z akcjonariatem rozproszonym (ARO).

Podstawą grupowania spółek były następujące założenia. Inwestorem strategicznym jest podmiot posiadający pakiet akcji przekraczający 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy lub pakiet kontrolny przekraczający 33% głosów, jeżeli znaczący pakiet znajduje się w posiadaniu innego podmiotu powiązanego kapitałowo z podmiotem dominującym. Dotyczy to zarówno podmiotów prawnych, jak i osób fizycznych. Specyficzną kategorię stanowią spółki z udziałem Skarbu Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego, w przypadku których kryterium ponad 50-procentowego udziału podmiotu reprezentującego państwo nie musi być spełnione. W sytuacji, gdy dwóch lub trzech akcjonariuszy niepowiązanych kapitałowo (w odniesieniu do osób fizycznych niepołączonych więzami rodzinnymi) posiada pakiety akcji przekraczające 50% głosów na WZA, uznaje się, że są kontrolowane przez grupę osób fizycznych lub instytucje finansowe (lub firmy zarządzające). Jeżeli żaden z akcjonariuszy nie posiada więcej niż 20% głosów na WZA, spółkę zalicza się do grupy spółek z akcjonariatem rozproszonym.

Podobną systematyzację inwestorów strategicznych przedstawili m.in. Patena [2008] i Urbanek [2011], natomiast wartość progu 20% udziałów akcjonariusza dominującego jako rozgraniczenie spółek o skoncentrowanym i rozproszonym akcjonariacie (bez wyodrębniania typów inwestorów) przyjmowali w swoich analizach m.in. Berle i Means już w latach 30. XX w. [Berle, Means, 1932], a kilkadziesiąt lat później – Kamerschen [1968] czy Lamer [1970].

## 2. Wybrane aspekty polityki dywidend

Dywidendy od wielu lat stanowią przedmiot zainteresowania badaczy. Podejmowane są liczne próby wyjaśnienia motywów płacenia dywidend przez spółki oraz sposobów ich postrzegania przez inwestorów. Powstanie i dynamiczny rozwój rynku giełdowego w Polsce sprawił, że również ten obszar badawczy doczekał się wielu analiz, których wyniki znajdują odzwierciedlenie w literaturze krajowej zarówno w monografiach, jak i artykułach naukowych. Mając na uwadze dość bogaty dorobek publikacyjny poświęcony dywidendom w ujęciu teoretycznym, ograniczymy się jedynie do wyeksponowania kwestii istotnych z punktu widzenia celu niniejszego opracowania i zastosowanej metodologii badawczej.

Pojęcie polityki dywidendy można wyprowadzić z definicji strategii, która w klasycznym ujęciu oznacza plan działania, wzorzec postępowania przedsiębiorstwa, zbiór trwałych reguł i sposobów reakcji na zmiany w otoczeniu, podporządkowanych realizacji postawionych celów [Krupski (red.), 1999, s. 13]. Biorąc pod uwagę cel główny przedsiębiorstwa funkcjonującego według zasad rynkowych, politykę dywi-

dendy w spółce akcyjnej należałoby określić jako działalność władz spółki (zarządu, walnego zgromadzenia akcjonariuszy) polegającą na wykorzystaniu dywidendy jako instrumentu umożliwiającego skuteczne tworzenie i utrwalanie warunków dla pomnażania majątku akcjonariuszy i umacniania pozycji rynkowej spółki [Duraj, 2002, s. 82]. Jest to szersze ujęcie polityki dywidend.

W literaturze i praktyce częściej interpretuje się politykę dywidendy jako decyzję dotyczącą podziału zysku wygospodarowanego w danym roku obrotowym. Przykładowo P.L. Cooley i P.F. Roden uważają, że polityka dywidend stanowi decyzje podejmowane przez zarząd spółki co do kształtu i wysokości wypłacanych dywidend [Cooley, Roden, 1991, s. 721]. E.F. Brigham twierdzi, że polityka dywidendy dotyczy decyzji o wypłacie zysków akcjonariuszom lub zatrzymaniu ich w celu reinwestycji [Brigham, 1996, s. 221]. Podobnego zdania jest W. Pluta, określający politykę dywidendy jako decyzje rozstrzygające o tym, ile wygenerowanego przez spółkę zysku należy wypłacić w postaci dywidendy, a ile zatrzymać i przeznaczyć na cele rozwojowe [Pluta, 1996, s. 128].

Wydaje się, że z merytorycznego punktu widzenia bardziej uzasadnione jest posługiwanie się szerszym ujęciem polityki dywidend. Współcześnie bowiem spółki coraz częściej tworzą kapitały rezerwowe z przeznaczeniem na dywidendy lub wykorzystują zyski zatrzymane na wypłatę dywidend. Ponadto o polityce dywidend w zasadzie powinno się mówić w odniesieniu do spółek, które w dłuższym okresie systematycznie przeznaczają przynajmniej część na wypłatę dywidend, aczkolwiek w literaturze przedmiotu wymienia się także politykę zerowej stopy zysku. Polityka dywidendowa powinna zatem być długofalowa i wyraźnie sprecyzowana, ogłaszana w prospektach emisyjnych lub komunikatach spółki, aby posiadacz akcji lub potencjalny ich nabywca miał okazję do zapoznania się ze stanowiskiem firmy w tej kwestii. Mówimy wówczas, że polityka jest realizowana według określonej strategii. Nie wszystkie spółki publiczne dokładnie informują o zamierzeniach dotyczących podziału zysku i polityki dywidendy, mimo że systematycznie wypłacają dywidendy. Nie oznacza to jednak, że nie prowadzą one polityki dywidendy – zadaniem badacza i analityka jest identyfikacja strategii, z jakimi mamy do czynienia w tym zakresie.

Do najczęściej prezentowanych w literaturze strategii (określanych także modelami) wypłat dywidend należą: strategia stabilnej kwoty dywidend, strategia stabilnej stopy wypłat dywidend oraz rezydualna polityka dywidendy [Sierpińska, 1999, s. 99–105; Duraj, 2002, s. 93–94]. Założeniem strategii stabilnej kwoty dywidendy jest dążenie do zapewnienia w dłuższym okresie względnie stałej lub rosnącej dywidendy na jedną akcję. Postępowanie to opiera się na przekonaniu, że płacenie stabilnych dywidend przyczynia się do wzrostu cen akcji i świadczy o dobrej kondycji finansowej spółki. Strategia stabilnej stopy wypłat dywidend zakłada ściśle powiązanie dywidendy z wynikiem finansowym netto. Przyjęcie takiej strategii nie naraża spółki na ryzyko, że wypłata dywidendy może zagrozić pogorszeniu płynności finansowej. Strategia tego rodzaju mobilizuje kadrę zarządzającą w kierunku poprawy rentowności. W sytuacji, gdy spółki coraz częściej finansują dywidendy

z zysków zatrzymanych, do identyfikacji tej strategii powinno się wykorzystywać relację kwoty dywidendy do zysku netto stanowiącego podstawę jej naliczania (wskaźnik stopy wypłat dywidendy traci wówczas na znaczeniu). W przypadku rezydualnej polityki dywidend przy podziale zysku za nadrzędne w stosunku do decyzji dotyczących wypłat dywidend uznaje się potrzeby inwestycyjne. Spółki nie określają docelowych wskaźników wypłat dywidendy ani kwot dywidendy na jedną akcję, gdyż zależą one od poziomu wygosparowanego i planów inwestycyjnych. W uzupełnieniu dodajmy, że alternatywą w stosunku do dywidendy gotówkowej może być wykorzystanie zysku na nabycie akcji własnych w przypadku ich umorzenia, wypłacenie dywidendy w formie akcji.

Decyzje o wypłacie dywidendy oraz charakterze realizowanej polityki dywidend determinowane są przez szereg czynników. W chwili obecnej brak jest jednej syntetycznej teorii, która umożliwiłaby jednoznaczne wskazanie, które z tych czynników są najważniejsze. Syntetycznego przeglądu czynników decyzji o wypłatach dywidend na podstawie analizy istniejących teorii i hipotez dokonał M. Kowerski [2011, s. 163–205]. Są wśród nich m.in. rentowność, możliwości inwestycyjne, dojrzałość spółki, dźwignia finansowa, polityka podatkowa, wielkość spółki, stopień kontroli spółki przez akcjonariuszy. Publikowane wyniki badań poświęconych determinantom wypłat dywidend nie dają jednoznacznej odpowiedzi w kwestii zależności między strukturą akcjonariatu a skłonnością spółek do płacenia dywidend. Z badań prowadzonych przez O. Kowalewskiego, I. Stetsyuka i O. Talawera, obejmujących 100 spółek niefinansowych notowanych na WGPW, wynika, że zależność ta jest odwrotnie proporcjonalna [Kowalewski, Stetsyuk, Talaver, 2007]. Odmienne wyniki uzyskali natomiast M. i M. Jacob [2010] na podstawie badań, które przeprowadzili na próbie złożonej z 16 518 spółek niefinansowych funkcjonujących w 25 państwach. W obu badaniach nie wyszczególniano typów inwestorów strategicznych, nie odnoszono się także do rodzaju realizowanej polityki dywidend. Wpływ stopnia koncentracji własności na decyzje dotyczące wypłat dywidend został wykazany w badaniu przeprowadzonym przez autora niniejszego artykułu na próbie obejmującej spółki przemysłowe [Wypych, 2015], które stanowiło inspirację do dalszego i bardziej pogłębionego rozpoznania tego problemu.

### 3. Struktura akcjonariatu a wypłata dywidend – analiza empiryczna

Badanie zależności między strukturą akcjonariatu a polityką dywidend przeprowadzono na próbie 117 spółek giełdowych, które w latach 2013–2015 wypłaciły dywidendy. Zdecydowana większość to spółki notowane na podstawowym rynku giełdowym (102 spółki), pozostałe 15 to spółki z rynku NewConnect. Decyzje o wypłacie dywidendy były związane z podziałem zysku za lata 2012–2014. Objęta badaniem zbiorowość stanowiła ponad połowę liczby spółek, które w poszczególnych latach analizowanego okresu płaciły dywidendy (tab. 1). Kwota wypłaconych dywidend

przez badane spółki w ciągu tych 3 lat przekroczyła 45 mld zł (najwięcej wypłacono w 2014 r.), co stanowiło blisko 60% wartości dywidend wypłaconych przez wszystkie spółki giełdowe (w 2014 r. – 66,6%). Relacja wartości dywidend do wartości wyniku finansowego netto wykazywała tendencję rosnącą, co wynikało m.in. ze zwiększenia poziomu finansowania wypłat dywidendy zyskami zatrzymanymi.

Tab. 1. Płatności dywidend w latach 2013–2015 przez spółki objęte badaniem

Wyszczególnienie		2013	2014	2015
Liczba spółek płacących dywidendy		181,0	222,0	224,0
Odsetek spółek płacących dywidendy (%)		20,2	24,5	24,8
Kwota wypłaconych dywidend przez spółki giełdowe (mln zł)		28 624	25 497	21 971
Spółki objęte badaniem	Wartość wypłaconych dywidend (mln zł)	15 019	16 969	14 344
	Udział w kwocie dywidend wypłaconych przez spółki giełdowe ogółem (%)	52,5	66,6	65,3
	Wynik finansowy netto spółek w roku poprzedzającym wypłatę dywidendy (mln zł)	23 506	24 820	18 569
	Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto	0,639	0,684	0,722

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów spółek giełdowych oraz stron: [www.bankier.pl; www.interia.pl; www.stockwatch.pl].

W tab. 2 przedstawiono informacje charakteryzujące zróżnicowanie poziomu wypłat dywidend uwzględniające strukturę akcjonariatu i związaną z nią systematykę spółek giełdowych według grup inwestorów. Dla każdego zbioru spółek określono wskaźnik określający relację łącznej wartości dywidend wypłaconych w ciągu 3 lat do łącznej wartości wyniku finansowego osiągniętego w okresie 3 lat poprzedzających wypłatę dywidendy. Drugim kryterium analizy był rozkład poziomu analogicznego wskaźnika obliczonego oddzielnie dla każdej spółki i odrębnie dla każdego roku – w sumie dało to 351 obserwacji. Informację uzupełniającą stanowiła liczba spółek w poszczególnych grupach.

Wyraźnie jest widoczne, że relatywnie najwyższe dywidendy płacą spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych. Dotyczy to spółek kontrolowanych zarówno przez inwestorów branżowych, jak i inwestorów finansowych. W pierwszym przypadku relacja dywidendy do wyniku finansowego wyniosła 0,831, a liczba przypadków wypłaty dywidendy wyższej niż wynik finansowy netto z roku poprzedniego to 17,8%. Blisko połowa (46,7%) wypłat dywidend przekraczała poziom 3/4 wyniku finansowego netto. Nie odnotowano ani jednej sytuacji wypłaty dywidendy poniżej 1/4 zysku netto. W przypadku spółek kontrolowanych przez inwestorów finansowych i firmy zarządzające analogiczne wielkości przedstawiały się następująco: 0,711, 29,8% oraz 52,6%. Stosunkowo wysokie dywidendy płacą także spółki, w których inwestorami strategicznymi są osoby fizyczne (w tym firmy rodzinne): relacja wartości dywidend do wyniku finansowego przekracza 75%, a udział wypłat dywidend powyżej 3/4 zysku netto to 41,2%. W tej grupie spółek wystąpiły trzy przypadki wypłaty dywidendy mimo ujemnego wyniku finansowego w roku poprzednim.

Tab. 2. Zależność między strukturą akcjonariatu a poziomem płaconych dywidend w latach 2013–2015

Forma nadzoru (liczba spółek)	ΣDYW/ΣZN	Struktura relacji: dywidenda/wynik finansowy netto (%)				
		> 1	[0,75-1]	[0,5-0,75]	[0,25-0,5]	< 0,25
ISK (15)	0,554	8,9	20,0	26,7	42,2	2,2
ISZ (15)	0,831	17,8	28,9	33,3	20,0	–
IOF (17)	0,757	15,7	25,5	23,5	33,3	2,0
PSP (11)	0,642	12,1	27,3	9,1	48,5	3,0
IFZ (19)	0,711	29,8	22,8	24,6	17,5	5,3
GOF (21)	0,628	14,3	22,2	27,0	28,6	7,9
ARO (19)	0,572	8,8	28,1	26,3	33,3	3,5
Ogółem (117)	0,678	15,7	24,7	25,1	30,8	3,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów spółek giełdowych oraz stron: [www.bankier.pl; www.interia.pl; www.stockwatch.pl].

Z kolei w relatywnie najmniejszym zakresie w stosunku do generowanych zysków płać dywidendy spółki z akcjonariatem rozproszonym oraz spółki posiadające strategicznego inwestora krajowego. W tym przypadku relacja łącznej wartości dywidend do wyniku finansowego netto nie przekracza 60%, a liczba wypłat dywidend wyższych od zysku netto wynosi poniżej 10%. W spółkach, w których udziałowcem jest Skarb Państwa lub jednostka samorządu terytorialnego, ponad połowa wypłat dywidend nie przekracza 1/4 poziomu wyniku finansowego netto.

Wyniki analizy jedynie częściowo pokrywają się z rezultatami wspomnianego badania przeprowadzonego na podstawie spółek przemysłowych, co oznacza, że dobór próby badawczej i zastosowanych metod analitycznych implikuje formułowanie uogólniających konkluzji. W niniejszym badaniu wykazano, że polityka wypłat dywidend jest wyraźnie zdeterminowana przez strukturę akcjonariatu i związaną z nią formę nadzoru właścicielskiego.

Uzupełniającym wątkiem badawczym jest próba określenia preferencji w zakresie realizacji określonej strategii polityki wypłat dywidend. Z analizy kształtowania się poziomu kwot dywidendy przypadających na jedną akcję oraz relacji między dywidendą i zyskiem netto na jedną akcję wynikają następujące wnioski:

1. Mniej niż połowa spółek (51) realizuje rezydualną politykę wypłat dywidend. Strategię stabilnej lub rosnącej kwoty dywidend na jedną akcję preferuje 31 spółek i tyle samo spółek prowadzi strategię stabilnej stopy wypłat dywidend.
2. Wyraźną preferencję określonej strategii z uwzględnieniem formy nadzoru właścicielskiego stwierdzono jedynie w odniesieniu do spółek, w których inwestorem strategicznym są osoby fizyczne (ponad 60% spółek realizuje strategię rezydualną) oraz kontrolowanych przez zagranicznego inwestora strategicznego (ponad 50% spółek realizuje strategię stabilnej stopy wypłat dywidend).
3. Spółki z akcjonariatem rozproszonym oraz spółki kontrolowane przez inwestorów finansowych unikają strategii stabilnej stopy wypłat dywidend, koncentrując się na pozostałych typach strategii. Z kolei spółki z udziałem

Skarbu Państwa i jednostek samorządu terytorialnego oraz kontrolowane przez krajowego inwestora strategicznego w ograniczonym zakresie realizują strategię stabilnej (rosnącej) kwoty dywidend.

## Podsumowanie

Przeprowadzone badanie potwierdziło słuszność sformułowanej na wstępie hipotezy. Struktura akcjonariatu i związana z nim forma nadzoru właścicielskiego mają wpływ na realizowaną przez spółki giełdowe politykę wypłat dywidend. Wykazano, że najwyższe dywidendy płacą spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych (zarówno branżowych, jak i finansowych). Najniższą skłonnością do wypłat dywidend charakteryzują się spółki z akcjonariatem rozproszonym oraz spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych krajowych. Najczęściej spółki realizują rezydualną politykę dywidend, nie jest to jednak strategia dominująca. Co czwarta spółka wybiera strategię stabilnej kwoty dywidendy i również co czwarta spółka preferuje strategię stabilnej stopy wypłat dywidendy. Należy podkreślić, że obiektem badania były jedynie spółki płacące dywidendy regularnie, a więc faktycznie realizujące politykę dywidend. Pominęto spółki, które w latach 2013–2015 w ogóle nie wypłaciły dywidend lub płaciły je sporadycznie. Z tego względu artykuł należy traktować jako inspirację do dalszego rozpoznania tego problemu, z ukierunkowaniem na spółki realizujące tzw. strategię „zerowej dywidendy”.

## Bibliografia

- Becht M., Mayer C., *The Control of Corporate Europe*, “Preliminary Draft” 2000, No. 10 (May).
- Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co., New York 1932.
- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996.
- Cooley P.L., Roden P.F., *Business Financial Management*, The Dryden Press, 1991.
- Duraj A., *Czynniki realizacji polityki dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2002.
- Hamadi M., *Ownership Concentration, Family Control and Performance of Firms*, “European Management Review” 2010, Vol. 7 (2), DOI: <https://doi.org/10.1057/emr.2010.9>.
- Hamrol M., Ochocki B., *Wpływ struktury akcjonariatu na efektywność gospodarowania przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 520, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2008, nr 14.
- Jacob M., Jacob M., *Taxation, Dividends and Share Repurchases: Taking Evidence Global*, 2010, <http://ssrn.com/abstract-1532674> [data dostępu: 10.05.2016].
- Jeżak J., *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 9.
- Kamerschen D.R., *The Influence of Ownership and Control on Profit Rates*, “American Economic Review” 1968, No. 85.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talaver O., *Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend in Poland*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 38.

- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsercjum Akademickie, Kraków – Rzeszów – Zamość 2011.
- Krupski R. (red.), *Zarządzanie strategiczne. Koncepcje. Metody*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership Around the World*, "Journal of Finance" 1999, Vol. 14, No. 2, DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>.
- Larner D.R., *Management Control and the Large Corporation*, Dunellen, New York 1970.
- Lis K., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Patena W., *Koncentracja własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 520, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2008, nr 14.
- Pluta J., *Strategiczne zarządzanie finansami*, Ekspert, Wrocław 1996.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Kraków 1999.
- Urbanek P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego nadzoru kontroli*, „Zeszyty Naukowe PTE” 2011, nr 9.
- Wilczyński R., *Uprzywilejowanie akcji co do prawa głosu w spółkach publicznych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67. [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl) [data dostępu: 10.05.2016].
- [www.interia.pl](http://www.interia.pl) [data dostępu: 10.05.2016].
- [www.stockwatch.pl](http://www.stockwatch.pl) [data dostępu: 10.05.2016].
- Wypych M., *Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73.
- Zalega K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, SGH, Warszawa 2003.

### **The Shareholding Structure as a Determinant of Dividend Policy – Analysis Based on Listed Companies**

The decision on the payment of dividends by a company is determined by many factors. One of them is the separation of ownership and management, associated with this form of supervision in the enterprise. The control mechanism of the share holders over the managers is share holding structure that reflects the level of ownership's concentration. The purpose of this article is to verify the research hypothesis, according to the degree of concentration of ownership, and whether the related form of corporate governance have an impact on decisions concerning net profits allocation and dividends payment. The research covers the community of 117 companies. The analysis covers the 2013–2015 period. The study confirmed the validity of the formulated hypothesis.

### **Struktura akcjonariatu jako determinanta polityki dywidend – analiza na podstawie spółek giełdowych**

Decyzja o wypłacie dywidendy przez spółkę jest uwarunkowana wieloma czynnikami. Jednym z nich jest fakt rozdzielenia własności i zarządzania. Mechanizmem kontrolnym akcjonariuszy w stosunku do menedżerów jest struktura akcjonariatu odzwierciedlająca stopień koncentracji własności. Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy, że struktura akcjonariatu i związana z nią forma nadzoru korporacyjnego mają wpływ na decyzje dotyczące podziału zysku i wypłaty dywidendy. Badaniem objęto 117 spółek giełdowych, płacących systematycznie dywidendy. Analiza obejmuje okres 2013–2015. Przeprowadzone badanie potwierdziło słuszność sformułowanej hipotezy.