

Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych

Mirosław Wypych*

Streszczenie: *Cel* – Decyzja o wypłacie dywidendy przez spółkę jest uwarunkowana wieloma czynnikami. Jednym z nich jest fakt rozdzielenia własności i zarządzania oraz związana z tym forma nadzoru nad spółką. Mechanizmem kontrolnym akcjonariuszy w stosunku do menedżerów jest struktura akcjonariatu odzwierciedlająca stopień koncentracji własności. Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy, że stopień koncentracji własności i związana z nim forma nadzoru właścicielskiego mają wpływ na decyzje dotyczące podziału zysku i wypłaty dywidendy.

Metodologia badania – Badaniem objęto zbiorowość giełdowych spółek reprezentującą sektor przemysłowy. Analiza obejmuje okres 2009–2014.

Wynik – Przeprowadzone badanie potwierdziło słuszność sformułowanej hipotezy. Wykazano, że spółki z akcjonariatem rozproszonym charakteryzują się relatywnie niską skłonnością do płacenia dywidend. Cechuje je także niższy udział dywidend w zysku do podziału w porównaniu do spółek posiadających inwestora strategicznego.

Oryginalność/wartość – Publikowane wyniki badań poświęconych determinantom wypłat dywidend nie dają jednoznacznej odpowiedzi, w jakim zakresie stopień koncentracji własności określa skłonność spółek do płacenia dywidend. Opracowanie stanowi uzupełnienie dotychczasowej wiedzy w tym obszarze i inspirowanie do dalszych badań.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, struktura akcjonariatu, polityka dywidend

Wprowadzenie

Z istoty inwestycji wynika, że właściciele kapitału za jego udostępnienie oczekują korzyści. Dotyczy to również inwestycji w akcje spółek giełdowych. Podmiot angażujący kapitał w zakup akcji spółki staje się jej współwłaścicielem – akcjonariuszem. Jeżeli inwestycja jest długoterminowa, jedyną formą wynagrodzenia posiadacza akcji jest dywidenda. Decyzja o wypłacie dywidendy przez spółkę jest jednak determinowana przez szereg czynników. Jednym z nich jest fakt rozdzielenia własności i zarządzania oraz związana z tym forma nadzoru właścicielskiego.

Forma nadzoru właścicielskiego determinowana jest przez strukturę akcjonariatu odzwierciedlającą stopień koncentracji własności. Zadaniem nadzoru właścicielskiego jest ograniczenie konfliktów, które mogą pojawiać się na tle różnicy interesów pomiędzy

* dr hab. Mirosław Wypych prof. SAN, Społeczna Akademia Nauk, ul. Sienkiewicza 9, 90-113 Łódź, e-mail: miroslaw.wypych@wp.pl.

dawcami kapitału a kadram zarządzającą. Odnosi się to między innymi do podziału zysku i decyzji o wypłacie dywidendy. Wypłata dywidendy dla akcjonariusza jest korzyścią, ale dla spółki stanowi koszt – uszczerbek kapitału. Menedżerowie mogą być zainteresowani zatrzymaniem zysku i przeznaczeniem go na cele inwestycyjne. Można postawić hipotezę, że stopień koncentracji własności i związana z nim forma nadzoru właścicielskiego mają wpływ na decyzje dotyczące podziału zysku i wypłaty dywidendy. W celu weryfikacji tak sformułowanej hipotezy dokonano analizy wypłat dywidend przez spółki giełdowe reprezentujące sektor przemysłu. Badaniem objęto 108 spółek, których akcje notowane były na giełdzie w latach 2009–2014.

1. Koncentracja własności jako mechanizm nadzoru korporacyjnego

Spółka akcyjna jest uznawana za najbardziej typową formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej. Jedną z fundamentalnych cech spółki akcyjnej jest rozdzielenie własności i zarządzania. Zarządzaniem zajmują się menedżerowie, którzy są upoważnieni przez właścicieli do podejmowania decyzji zarówno bieżących, jak i strategicznych 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 zapewnienia realizacji podstawowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja zwrotu z zainwestowanego przez właścicieli kapitału. Problem ten powszechnie prezentowany jest w literaturze jako nadzór właścicielski.

Pod pojęciem nadzoru właścicielskiego rozumie się sposób egzekwowania praw własnościowych w relacji między akcjonariuszami a zarządem sprawowany przez właściciela lub grupę właścicieli. Pojęciem zbliżonym do nadzoru właścicielskiego jest nadzór korporacyjny, który obejmuje także formalną i nieformalną strukturę wpływów na najważniejsze decyzje podejmowane przez menedżerów (Zalega 2003). Mechanizmem kontrolnym akcjonariuszy w stosunku do menedżerów jest struktura akcjonariatu, odzwierciedlająca możliwość ingerencji akcjonariuszy w zachowanie kadry zarządzającej. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że prawa z akcji w świetle teorii własności są prawami ułomnymi. Ułomność praw z akcji polega na tym, że nie gwarantują one kontroli nad sposobem wykorzystania powierzonego spółce kapitału (Jeżak 2004). Tak jak spółka jest w istocie instytucją, która sprzedaje obietnice przyszłych zysków, tak 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 konieczne z uwagi na różnorodność i złożoność decyzji zarządczych. Ale nie oznacza to, że właścicielami spółki stają się menedżerowie. To 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):

- 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. Generalnie wyróżnia się dwa podstawowe modele sprawowania kontroli: system kontroli od wewnątrz oraz z zewnątrz (Postrach 2000). Wewnętrzny system nadzoru charakterystyczny jest dla sytuacji, gdy w spółce występuje jeden lub niewielu inwestorów posiadających duże udziały. Kontrola ma wtedy charakter bezpośredni, a rozbieżność interesów między akcjonariuszami a menedżerami jest stosunkowo niewielka. Zarządzający mają większą swobodę w podejmowaniu decyzji dotyczących realizacji długofalowych celów. Należy jednak brać pod uwagę charakter podmiotu dysponującego dominującym pakietem akcji. Inwestorem strategicznym może być podmiot krajowy lub zagraniczny, może to być również osoba fizyczna. Mogą to być również grupy podmiotów powiązanych kapitałowo. Specyficznym inwestorem strategicznym są podmioty reprezentujące Skarb Państwa – mimo że nie zawsze dysponują większościami pakietem akcji, mają znaczący wpływ na decyzje strategiczne.

W zewnętrznym systemie nadzoru, charakteryzującym się rozproszeniem własności, sprawowanie kontroli nad spółką jest utrudnione. Posiadający niewielką ilość udziałów akcjonariusz nie jest w stanie skutecznie realizować swoich planów. Rozproszony akcjonariat, w wyniku trudności i kosztocłonności procesów nadzorczych, może prowadzić do większej niezależności zarządu i oportunistycznych zachowań menedżerów. W strukturze akcjonariatu pojawiają się wówczas często inwestorzy instytucjonalni (banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, fundusze *venture capital*, firmy zarządzające). Regulacje prawne nie pozwalają im na odgrywanie roli aktywnych inwestorów, dlatego postępowanie inwestora instytucjonalnego, w odróżnieniu do inwestora strategicznego, ma charakter raczej spekulacyjny. W przypadku banków i towarzystw ubezpieczeniowych z reguły nie dochodzi do bezpośredniego udziału w zarządzaniu kontrolowaną spółką i daleko idącej z nią integracji. Instytucje te pełnią natomiast rolę doradcy i mając dostęp do poufnych informacji dotyczących sytuacji finansowej firmy lub planowanych przedsięwzięć, są w stanie oceniać jej potencjał dochodowy. Mechanizm działania funduszy *venture capital* jest odmienny. Nabywając akcje wybranych spółek, fundusze aktywnie uczestniczą w tworzeniu strategii ich działania, starając się doprowadzić do wzrostu wartości rynkowej kontrolowanych podmiotów. Dla funduszy inwestycyjnych i emerytalnych akcje spółek publicznych traktowane są jako forma zagospodarowania zgromadzonych kapitałów zgodnie z przyjętą strategią polityki lokacyjnej. Pakiety akcji umożliwiające sprawowanie kontroli nad spółką mogą być także w posiadaniu grup osób fizycznych (np. gdy udział co najmniej trzech

akcjonariuszy posiadających największe pakiety akcji w spółce nie przekracza 50%). Mają oni wówczas większe możliwości oddziaływania na menedżerów zarządzających spółką w porównaniu z sytuacjami, gdy akcjonariat jest niemal w pełni rozproszony. Reasumując, podstawowa różnica pomiędzy systemem nadzoru zewnętrznego i wewnętrznego polega na sposobie umiejscowienia systemu kontroli oraz roli rynku kapitałowego. Dla systemu zewnętrznego charakterystyczne jest to, że kontrolę sprawuje rozwinięty rynek kapitałowy tworzony przez rozproszony w większym lub mniejszym stopniu akcjonariat. Z kolei system wewnętrzny oparty jest na kontroli sprawowanej przez dominujących akcjonariuszy.

Rozpatrując strukturę akcjonariatu w kontekście różnic w systemach sprawowania nadzoru i obecności różnych typów inwestorów, można dokonać określonej systematyzacji spółek. Na podstawie analizy składu akcjonariatu w giełdowych spółkach objętych badaniem, którego rezultaty przedstawiono w empirycznej części artykułu, wyodrębniono następujące grupy spółek:

- 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 Skarb Państwa/Agencja Rozwoju Przemysłu (SKP),
- spółki, w których pakiet kontrolny akcji posiada grupa osób fizycznych (GOF),
- spółki z akcjonariatem rozproszonym (ARO).

Podstawą grupowania spółek były następujące złożenia. 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, co pozwala na przekroczenie progu 50% głosów na WZA. Dotyczy to zarówno podmiotów prawnych, jak i osób fizycznych. Specyficzną kategorię stanowią spółki z udziałem Skarbu Państwa, w przypadku których kryterium ponad 50% udziału podmiotu reprezentującego państwo nie musi być spełnione. W sytuacji, gdy dwóch lub trzech akcjonariuszy niepowiązanych kapitałowo (w odniesieniu do osób fizycznych połączonych więzami rodzinnymi) posiada pakiety akcji przekraczające 50% głosów na WZA uznaje się, że są kontrolowane przez instytucje finansowe (firmy zarządzające) lub grupę osób fizycznych. Jeżeli żaden z akcjonariuszy nie posiada więcej niż 20% głosów na WZA, spółkę zalicza się do grupy spółek z akcjonariatem rozproszonym.

Przedstawiona systematyzacja spółek niewątpliwie nosi znamiona umowności, bazuje jednak w pewnym zakresie na metodologii badań poświęconych strukturze akcjonariatu. Podobną systematyzację inwestorów strategicznych przedstawił Urbanek (2011), natomiast wartość progu 20% udziałów akcjonariusza dominującego jako rozgraniczenie przedsiębiorstw o skoncentrowanym i rozproszonym akcjonariacie (bez wyodrębniania typów inwestorów) przyjmowali w swoich analizach między innymi Berle i Means już w latach

30. XX wieku (Berle, Means 1932) czy kilkadziesiąt lat później Kamerschen (1968) oraz Larnen (1970). W badaniach prowadzonych w Polsce analogiczne kryterium zastosował Kamiński (2002).

2. Wybrane uwarunkowania polityki dywidend

Jednym z obszarów strategicznych decyzji finansowych w spółce akcyjnej jest rozliczenie wyniku finansowego netto i związany z tym podział zysku. O tym, czy zysk zostanie podzielony czy rozporządzony w inny sposób, decyduje walne zgromadzenie akcjonariuszy w formie corocznie podejmowanej uchwały. Zysk może być przeznaczony na różne cele, jednak z interesującego nas punktu widzenia istotne jest, jaka część zysku jest przeznaczana na wypłatę dywidend. Do czasu podjęcia uchwały akcjonariusze mają ogólne prawo do zysku. Podjęcie decyzji o podziale zysku powoduje, że akcjonariusz ma roszczenie o wypłatę dywidendy, jeżeli jednak podjęta jest uchwała o przeznaczeniu zysku na inny cel niż dywidenda, akcjonariusz pozbawiony jest roszczenia (Kidyba 2010).

Podstawowym uwarunkowaniem wypłaty dywidendy jest osiągnięcie przez spółkę zysków. Kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszami nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z kapitału zapasowego i rezerwowego, które mogą być wykorzystane na wypłatę dywidendy. Kwotę tą należy pomniejszyć o niepokryte straty i wartość nabytych przez spółkę akcji własnych. Oznacza to, że dywidendę może płacić spółka, która w ostatnim roku poniosła stratę, a także, że kwota wypłaconych w danym roku dywidend może przekraczać poziom wygenerowanego w roku poprzednim zysku netto.

Decyzje dotyczące wypłaty dywidend mają istotne znaczenie nie tylko dla aktualnych akcjonariuszy, ale i potencjalnych nabywców akcji spółek, mają także wpływ na kształtowanie się kursów akcji. Polityka dywidend jest wyborem między interesem spółki i jej potrzebami kapitałowymi a indywidualnymi oczekiwaniami właścicieli i potencjalnych inwestorów (Łukasik 2004). W przypadku niewypłacenia dywidendy lub płacenia niskiej dywidendy zarząd spółki musi więc przekonać akcjonariuszy, że w ogólnym rozrachunku oni na tym zyskają. Korzyści akcjonariuszy będą wynikać co najmniej z trzech powodów (Sierpińska 1999):

- reinwestycja zysku zatrzymanego powiększa zdolności spółki do generowania zysku w przyszłości,
- pozyskując kapitał na rozwój spółka zrezygnuje z zaciągania długu: jej zobowiązania nie wzrosną, co poprawi strukturę kapitału,
- rezygnacja ze zdobycia kapitału na rozwój poprzez nową emisję akcji spowoduje, że zysk przypadający na jedną akcję utrzyma się na co najmniej takim samym poziomie bądź wzrośnie.

Opinie co do słuszności podziału zysku netto przez spółkę i wypłat dywidend zależą od indywidualnych preferencji inwestorów. Ci z inwestorów, którzy zamierzają sprzedać

akcje spółki w najbliższym czasie, zainteresowani są wypłatą dywidend. Ci z kolei, którzy traktują akcje jako długoterminową inwestycję, będą akceptować reinwestowanie zysku w przedsięwzięcia inwestycyjne, których efekty widoczne będą dopiero po pewnym czasie, ale spowodują wzrost wartości rynkowej akcji. Prowadząc politykę wysokich bądź niskich dywidend spółka spełnia oczekiwania tylko jednej grupy inwestorów, jest to tzw. magnetyzm zysków lub dywidend (Duraj 1996).

Tak traktowany problem optymalizacji polityki dywidend jest rozpatrywany z punktu widzenia realizacji celu głównego przedsiębiorstwa ujmowanego od strony aktualnych akcjonariuszy. Oznacza to, że w podejmowaniu decyzji o podziale zysku i wypłacie dywidendy decydujące znaczenie ma struktura akcjonariatu. Zarówno akcjonariusze, jak i menedżerowie, w decyzjach dywidendowych powinni brać pod uwagę również powiązania spółki z rynkiem kapitałowym, a więc uwzględniać zainteresowanie spółką potencjalnych nabywców akcji – inwestorów giełdowych. Systematyczna wypłata dywidend przyczynia się do powstania pozytywnego wizerunku firmy pewnej, stabilnej, dbającej o swoich inwestorów, przynoszącej dochody w trakcie posiadania akcji. W literaturze ekonomicznej problem informacyjnej zawartości dywidend rozpatrywany jest w aspekcie teorii asymetrii informacji (Łukasik 2004). Dotyczy to m.in. faktu, że dane dotyczące wielu sfer działalności przedsiębiorstwa nie są ujawniane, a wypłacane dywidendy traktowane są jako główne źródło informacji o kondycji finansowej spółki.

3. Struktura akcjonariatu a wypłata dywidend – analiza na przykładzie giełdowych spółek przemysłowych

Publikowane wyniki badań poświęconych determinantom wypłat dywidend nie dają jednoznacznej odpowiedzi w kwestii zależności między stopniem koncentracji własności a skłonnością spółek do płacenia dywidend. Z badań prowadzonych przez Kowalewskiego, Stetysyuka, Talawera (2007), obejmujących 100 spółek niefinansowych notowanych na WGPW wynika, że zależność ta jest odwrotnie proporcjonalna (wartość parametru w modelu ujemna, ale nieistotna statystycznie). Natomiast odmienny wynik uzyskali Marcus i Martin Jacob (2010) na podstawie badań, które przeprowadzili na próbie złożonej z 16 518 spółek niefinansowych funkcjonujących w 25 państwach (wartość parametru dodatnia i statystycznie istotna). W obu badaniach nie wyszczególniano typów inwestorów strategicznych. Również analiza uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przeprowadzona przez Kowerskiego (2011) nie dała jednoznacznej odpowiedzi w kwestii relacji między stopniem koncentracji własności a skłonnością spółek do płacenia dywidend. Z badań przeprowadzonych w latach 1995–2000 przez autora niniejszego opracowania, obejmujących spółki notowane na GPW w Warszawie, wynika natomiast, że 28,6% spółek z akcjonariatem rozproszonym płaciło systematycznie dywidendy, tymczasem w odniesieniu do spółek posiadających inwestorów dominujących, udział ten wynosił tylko 17,8%. Wyjątek stanowiły podmioty kontrolowane przez inwestorów zagranicznych – systematycznie dywidendy wypłacało 45,2% z nich.

Obiektem badania w niniejszym opracowaniu jest 108 spółek należących do przemysłu przetwórczego i wydobywczego. Analiza obejmuje decyzje dotyczące wypłat dywidend w okresie 2009–2014, a więc związane z podziałem zysku za lata 2008–2013. Punkt wyjścia stanowi ogólna charakterystyka wypłat dywidend dla całej badanej zbiorowości spółek w ujęciu dynamicznym. Natomiast w celu weryfikacji hipotezy badawczej, analizę płatności dywidend przeprowadzono z uwzględnieniem stopnia koncentracji własności i przedstawionej wcześniej systematyzacji grup spółek. Ponieważ część spółek płaciła dywidendy sporadycznie, dodatkowo wyeksponowano spółki płacące dywidendy regularnie – jako kryterium zakwalifikowania spółki do tej grupy przyjęto co najmniej czterokrotną płatność dywidendy w sześcioletnim okresie objętym analizą.

Na podstawie informacji przedstawionych w tabeli 1 wyraźnie widoczny jest wpływ uwarunkowań koniunkturalnych na decyzje dotyczące wypłat dywidend. Do 2011 roku zarówno wynik finansowy netto, jak i kwota dywidend w spółkach płacących dywidendy wykazuje tendencję rosnącą. Dopiero w 2012 roku odnotowano spadek obu wielkości w porównaniu do poprzedniego roku, przy czym poziom dywidend obniżył się w mniejszym stopniu niż wynik finansowy netto. Można na tej podstawie sądzić, że w następstwie pogorszenia makroekonomicznych warunków prowadzenia działalności nastąpiło ograniczenie dostępu spółek do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, co zwiększyło ich zainteresowanie wypłatą dywidend. Wskazuje na to również nieustanny wzrost liczby spółek płacących dywidendy (z 25 w 2008 r. do 62 w 2014 r.).

Tabela 1

Spółki wypłacające dywidendę w latach 2009–2014^{a/}

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liczba spółek wypłacających dywidendę	25	29	35	40	45	62
Udział spółek wypłacających dywidendę w ogólnej liczbie spółek (%)	23,1	26,9	32,4	37,0	41,7	57,4
Wynik netto w roku poprzednim w spółkach płacących dywidendę (mln zł)	4 810,3	4 695,1	7 935,3	15 593,3	12 630,2	7 546,3
w tym bez KGHM	1 890,0	2 155,0	3 366,7	4 258,7	7 761,9	4 488,0
Wartość dywidend w spółkach spółek płacących dywidendę (mln zł)	3 433,1	2 162,2	4 866,0	7 859,0	5 867,5	4 423,7
w tym bez KGHM	1 097,1	1 562,2	1 886,0	2 190,9	3 907,5	3 423,7
Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto z roku poprzedniego (%)	71,4	46,1	61,3	50,4	46,5	58,6
w tym bez KGHM	58,0	72,5	56,0	51,4	50,3	76,9
Liczba spółek wypłacających dywidendę regularnie ^{b/}	31					
Udział spółek wypłacających dywidendę regularnie w ogólnej liczbie spółek (%)	28,7					

^{a/} Dywidendy wypłacane na podstawie decyzji o podziale zysku netto za lata 2008–2013.

^{b/} Co najmniej 4 razy w analizowanym okresie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek i decyzji o podziale wyniku finansowego netto.

Ogółem w latach 2009–2014 co najmniej raz dywidendę wypłaciło 57 spółek, więc 55% całej badanej zbiorowości. Regularnie dywidendę płaciło 31 spółek (28,7% ogółu spółek), w tym 15 spółek we wszystkich latach okresu objętego analizą. Łączna kwota wypłaconych w latach 2008–2014 dywidend wyniosła 28,9 mld zł, co w relacji do wypracowanego przez nie w latach 2007–2013 wyniku finansowego netto stanowiło 55,3%. Relacja dywidendy do wyniku finansowego netto w poszczególnych latach wykazuje dużą zmienność. Wpływ na to mają przede wszystkim wahania w poziomie dywidend wypłacanych przez spółkę KGHM, która w latach 2008–2014 na dywidendy przeznaczyła ponad 14,5 mln zł, a więc ponad połowę kwoty dywidend wypłaconych przez wszystkie objęte badaniem spółki.

O zróżnicowaniu preferencji w zakresie wypłat dywidend w zależności od stopnia koncentracji własności informują dane przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2

Płatności dywidend według stopnia koncentracji własności

Stopień koncentracji własności		Spółki				Dywidenda mln zł	Wynik finansowy netto	Dywidenda/ wynik finansowy netto
forma kontroli nad spółką	liczba spółek	płacące dywidendy		płacące dywidendy systematycznie				
		liczba	%	liczba	%			
ISK	13	9	69,2	3	23,1	625,4	1 179,6	0,530
ISZ	10	7	60,0	5	50,0	2 977,7	3 374,5	0,882
IOF	30	12	40,0	4	13,3	2 629,7	3 125,8	0,841
SKP	9	8	88,9	4	44,4	20 596,2	42 546,6	0,484
IFZ	14	10	71,4	5	35,7	1 284,6	2 086,6	0,616
GOF	10	8	80,0	4	40,0	373,8	296,8	1,259
ARO	22	8	36,4	6	27,3	428,1	600,6	0,713
Razem	108	62	57,4	31	28,7	28 915,5	53 210,5	0,543

Źródło: jak pod tabelą 1.

Relatywnie najczęściej dywidendy wypłacały spółki kontrolowane przez Skarb Państwa (88,9%) i grupy osób fizycznych (80%), a także spółki, w których dominujący udział miał inwestor finansowy lub firma zarządzająca (71,4%) oraz krajowy inwestor strategiczny (69,2%). Natomiast najrzadziej dywidendy wypłacały spółki z akcjonariatem rozproszonym (36,4%) oraz spółki, w których investorem strategicznym była osoba fizyczna (40%). Jeżeli chodzi o regularność płacenia dywidend, na pierwszych miejscach uplasowały się spółki posiadające strategicznego inwestora zagranicznego (50%), kontrolowane przez Skarb Państwa (44,4%) oraz kontrolowane przez grupy osób fizycznych (40%). Sporadycznie dywidendy płaciły spółki z dominującym udziałem osoby fizycznej (13,3%).

Najwięcej wypracowanego zysku przeznaczały na dywidendy spółki kontrolowane przez grupy osób fizycznych. Kwota dywidend wypłaconych w okresie 2008–2014 przekraczała

o ponad 25% wartość wyniku finansowego netto z lat 2007–2013, co oznacza, że na dywidendy przeznaczane były zyski zatrzymane z lat poprzednich. Łącznie odnotowanych zostało 39 przypadków wypłaty dywidend z wykorzystaniem zysków zatrzymanych (tzn. dywidenda była wyższa od wyniku finansowego netto z roku poprzedniego). Najwięcej tego rodzaju sytuacji (czterokrotnie w ciągu sześciu lat) wystąpiło w spółkach z akcjonariatem rozproszonym Decora i Elektrotrim, w spółce Żywiec kontrolowanej przez zagranicznego inwestora strategicznego i spółce Kofola, kontrolowanej przez firmy zarządzające. Odnotowano także sytuacje wypłaty dywidendy, gdy spółka poniosła stratę (dwukrotnie spółka Kofola), spółki z akcjonariatem rozproszonym Decora, Ferro, LZPS Protector, Relpol oraz kontrolowana przez grupę osób fizycznych spółka Wielton. Stosunkowo najmniej zysku na dywidendy przeznaczyły spółki kontrolowane przez Skarb Państwa – 48% zysku oraz spółki posiadające inwestora strategicznego krajowego (na dywidendy przeznaczyły 53% zysku).

Uwagi końcowe

Przeprowadzone badanie potwierdziło słuszność sformułowanej na wstępie hipotezy. Stopień koncentracji własności i związana z nim forma nadzoru właścicielskiego mają wpływ na realizowaną przez spółki giełdowe politykę wypłat dywidend. Generalnie rzecz ujmując, spółki z akcjonariatem rozproszonym charakteryzują się relatywnie niską skłonnością do płacenia dywidend w porównaniu do pozostałych grup spółek. Spółki z akcjonariatem rozproszonym cechuje także niższy udział dywidend w zysku do podziału w porównaniu do spółek posiadających dominującego akcjonariusza (ISK, ISZ, IOF) – 71,3% w stosunku do 81,2%. Interpretując rezultaty analizy należy jednak mieć na uwadze to, że wyodrębnienie form nadzoru właścicielskiego oparto na założeniu, że struktura akcjonariatu odzwierciedla możliwość ingerencji akcjonariuszy w zachowanie kadry zarządzającej i oddziaływanie między innymi na decyzje dotyczące wypłat dywidend. W rzeczywistości kwestia egzekwowania praw własnościowych jest o wiele bardziej złożona, a politykę dywidendową spółki determinują różnorodne uwarunkowania o charakterze mikro- i makroekonomicznym. Artykuł należy zatem traktować jako inspirację do dalszego rozpoznania tego problemu. Jest to uzasadnione tym, że otrzymane wyniki różnią się zasadniczo od rezultatów wspomnianego badania sprzed kilkunastu lat, które wskazywały na wyższą aktywność dywidendową spółek z akcjonariatem rozproszonym. Również i wyniki innych badań poświęconych determinantom wypłat dywidend nie dają jednoznacznej odpowiedzi, w jakim zakresie stopień koncentracji własności określa skłonność spółek do płacenia dywidend.

Literatura

- Berle A., Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co, New York.
Duraj J. (1996), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa.
Hamrol M., Ochocki B. (2008), *Wpływ struktury akcjonariatu na efektywność gospodarowania przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 520, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 14.

- Jacob M., Jacob M. (2010), *Taxation, Dividends and Share Repurchases: Taking Evidence Global*, <http://ssrn.com/abstract-1532674>.
- Jeżak J. (2004), *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” nr 9, s. 5–8.
- Kamerschen D.R. (1968), *The Influence of Ownership and Control on Profit Rates*, „American Economic Review” no. 85, s. 432–447.
- Kamiński M. (2002), *Wpływ rozdzielenia własności od kontroli na efektywność i wartość przedsiębiorstwa*, w: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Novum, Płock.
- Kidyba A. (2010), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talaver O. (2007), *Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend in Poland*, „Bank i Kredyt” nr 38, s. 60–86.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Larner D.R. (1970), *Management Control and the Large Corporation*, Dunellen, New York.
- Łukasiak G. (2004), *Polityka podwyższania kapitału w spółce akcyjnej – szanse i ograniczenia*, w: *Problemy finansów przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, red. J. Ickiewicz, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Postrach K. (2000), *Rynek kontroli nad przedsiębiorstwami w systemie nadzoru korporacyjnego*, w: *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
- Urbanek P. (2011), *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego nadzoru kontroli*, Zeszyty Naukowe PTE, nr 9, s. 215–237.
- Wypych M. (2002), *Nadzór właścicielski a polityka dywidend w polskich spółkach publicznych*, w: *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock.
- Zalega K. (2003), *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.

CONCENTRATION OF OWNERSHIP AND DIVIDEND PAYOUT FOR EXAMPLE OF INDUSTRIAL SECTOR' STOCK – EXCHANGE COMPANIES

Abstract: *Purpose* – The decision on the payment of dividends by a company is determined by many factors. One of them the separation of ownership and management, and associated with this form of supervision in the enterprise. The control mechanism of the shareholders over the managers is shareholding 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 the related form of corporate governance have an impact on decisions concerning net profits allocation and dividends payment.

Design/methodology/approach – The research covers the community of the companies representing the industrial sector. The analysis covers 2009–2014 periods.

Result – The study confirmed the validity of the formulated hypothesis. It has been shown that companies with widely dispersed ownership are characterized by a relatively low propensity level to pay dividends. They are also characterized by a lower share of paid dividends in achieved net profit in compared to companies having a strategic investor.

Originality/value – Published results of studies on the determinants of dividends payment do not bring a clear answer to what extent the degree of concentration of ownership determines the companies' propensity level to pay dividends. Study complements current knowledge in this area and is an inspiration for further research.

Keywords: corporate governance, shareholding structure, dividends payment policy

Cytowanie

- Wypych W. (2015), *Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 783–792; www.wneiz.pl/fifu.