

**Bogna Kaźmierska-Józwiak, Jakub Marszałek**

Uniwersytet Łódzki

---

**ZMIENNOŚĆ DYWIDENDY A KONCENTRACJA  
AKCJONARIATU NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK  
NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE**

---

**Streszczenie:** Decyzje w zakresie polityki dywidend należą do najważniejszych nie tylko w obszarze finansowym, ale i strategicznym przedsiębiorstwa. Rozwój rynku kapitałowego powoduje wzrost oczekiwań inwestorów z tytułu posiadania akcji. Przyjęta polityka dywidendy może determinować wycenę spółki. Stabilizacja w zakresie prowadzonej polityki dywidend wydaje się istotna. Celem niniejszego opracowania jest analiza wpływu koncentracji własności na stabilność wypłaty dywidend na przykładzie spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Analizy statystyczne potwierdziły związek pomiędzy stopniem koncentracji własności a zmiennością wypłat dywidendy, co oznacza potwierdzenie przyjętej w pracy hipotezy o pozytywnym wpływie koncentracji własności na stabilność wypłat dywidendy.

**Słowa kluczowe:** koncentracja własności, strategia finansowania, dywidenda, spółki publiczne.

## 1. Wstęp

Prawo do uczestniczenia w podziale zysku spółki jest – obok prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, prawa poboru akcji nowej emisji, prawa do części majątku w przypadku jej likwidacji – jednym z podstawowych praw każdego akcjonariusza.

Decyzje w zakresie polityki dywidend są jednymi z najważniejszych nie tylko w obszarze finansowym, ale i strategicznym, ponieważ wypłata dywidendy, jako element podziału zysku, jest ściśle powiązana z realizacją celów strategicznych spółki [Sierpińska 1999, s. 7]. Z punktu widzenia spółki wypłacanie części zysku w postaci dywidendy jest ceną za fakt posiadania akcji danej spółki, a więc dywidenda jest swego rodzaju kosztem korzystania z kapitału akcjonariuszy [Sierpińska 1999, s. 56]. Z punktu widzenia akcjonariuszy problem wypłaty dywidendy to kwestia wyboru pomiędzy dochodami bieżącymi a korzyściami przyszłych okresów.

Należy zauważyć, że o ile w początkowej fazie rozwoju rynku kapitałowego, akceptowane jest niewypłacanie dywidend akcjonariuszom, o tyle na rynku rozwiniętym inwestorzy oczekują bieżących dochodów z inwestycji w akcje spółek [Sierpińska 1999, s. 57]. Jeżeli zarząd prowadzi racjonalną politykę inwestycyjną, można się spodziewać, że brak dywidend oznacza zainwestowanie środków w projekt, który wpłynie na wzrost wartości przedsiębiorstwa w przyszłości (wzrost wartości dla właścicieli). A wraz z rozwojem firmy, potrzeby inwestycyjne będą małe, co zaowocuje próbą wypracowania długookresowej stabilnej polityki dywidend.

Czy oprócz kwestii dojrzałości spółki, również inne czynniki mają wpływ na podjęcie decyzji o stosowaniu stabilnej polityki dywidend? Wraz z rozwojem spółki prawdopodobna jest także koncentracja zarządzania w rękach jednego bądź kilku inwestorów, którzy zaczynają pełnić rolę strategiczną. Czy silni udziałowcy są w stanie narzucić swoją politykę dywidendy i czy tak postępują? Głównym celem niniejszego opracowania jest analiza wpływu koncentracji własności na stabilność wypłaty dywidend (w kontekście stosowania określonej polityki dywidend) na przykładzie spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

## 2. Rodzaje polityki dywidend

Spółka wypłacająca dywidendę musi podjąć decyzję dotyczącą nie tylko wysokości dywidendy, ale również czasu i częstotliwości wypłacania oraz formy wypłaty dywidendy [Duraj 2002, s. 87]. Spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie dokonują płatności dywidendowych raz w roku. Dywidenda pieniężna jest najczęściej stosowaną formą wypłacania dywidendy w warunkach polskich, choć istnieje również niepieniężna forma wypłaty dywidendy, która przybiera postać skupywania akcji własnych przez spółkę celem ich umorzenia [Duraj 2002, s. 89].

Spółki, które systematycznie dzielą się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem, dokonują wypłaty dywidend według określonej polityki. W praktyce najczęściej stosowane są [Sierpińska 1999, s. 95 i nast.]:

- polityka stabilnej lub wzrastającej wielkości dywidendy,
- polityka stabilnej stopy wypłaty dywidendy,
- rezydualna polityka dywidendy.

Polityka stabilnej lub wzrastającej wielkości dywidendy ma z założenia dążyć do zapewnienia względnie stałej lub rosnącej dywidendy na jedną akcję w dłuższym horyzoncie czasowym, zwiększenie zaś dywidendy może nastąpić tylko wtedy, gdy wzrost zysków umożliwi utrzymanie nowego poziomu wypłat przez co najmniej kilka lat. Polityka stabilnej wielkości dywidendy bazuje na założeniu, że wszelkie zmiany w zakresie wypłacanych dywidend prowadzą do niepewności, a to z kolei przekłada się na niższą cenę akcji. Należy pamiętać, że wielu akcjonariuszy wykorzystuje dywidendy do finansowania bieżącej konsumpcji. Jeżeli spółka obniży poziom dywidendy, ta grupa akcjonariuszy prawdopodobnie będzie musiała sprzedać część akcji, by pozyskać brakującą gotówkę. Zatem polityka stabilnej wielkości

dywidendy opiera się na założeniu, że płacenie stabilnych dywidend przyczynia się do wzrostu cen rynkowych akcji i świadczy o dobrej kondycji finansowej spółki [Wypych 2002, s. 172].

Stabilna wielkość dywidendy oznacza zróżnicowany wskaźnik jej wypłaty w kolejnych okresach. W przypadku tej polityki potrzeby inwestycyjne spółki nie są najważniejszym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji o podziale zysku, wobec tego głównym zagrożeniem tego rodzaju polityki dywidend jest przede wszystkim odkładanie części projektów inwestycyjnych, konieczność emisji nowych akcji czy spadek zysku na akcję.

**Polityka stabilnej stopy** wypłat dywidendy polega na utrzymywaniu stałego poziomu wskaźnika wypłat dywidendy, a więc procentowo określonej części zysku netto osiągniętego w danym roku. W przypadku tej strategii wielkość dywidendy będzie się zmieniała wraz ze zmianą zysków wypracowanych przez spółkę. Zaletą strategii stabilnej stopy wypłaty dywidendy jest wyeliminowanie groźby pogorszenia płynności finansowej spółki, polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy uzależnia bowiem poziom dywidendy od wyniku finansowego netto spółki. Polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy może być również czynnikiem wpływającym na poprawę rentowności spółki. Należy jednak zauważyć, że wielkość dywidendy może ulegać znacznym wahaniom, proporcjonalnie do zmiany zysku na akcję [Gajdka, Walińska 2000, s. 291].

Założeniem **rezydualnej (nadwyżkowej)** polityki dywidend jest traktowanie potrzeb inwestycyjnych spółki jako nadrzędnych w stosunku do decyzji dotyczących wypłaty dywidend. Wobec tego poziom wielkości wypłacanej dywidendy jest wielkością zależną nie tylko od poziomu wygoszodarowanego zysku, ale również od potrzeb inwestycyjnych. Stosując rezydualną politykę dywidendy, spółki nie określają docelowych wskaźników wypłat, ponieważ wskaźniki te zmieniają się zależnie od kwoty wygoszodarowanego zysku oraz planów inwestycyjnych spółki [Duraj 2002, s. 92].

Problem optymalnej polityki dywidendowej jest przedmiotem analiz i badań naukowców wielu obszarów, m.in. teorii ostrzegania, teorii agencji, teorii opodatkowania. Jednak jak dotąd nie stwierdzono ostatecznie, jakiego rodzaju polityka dywidendowa jest optymalna z punktu widzenia wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Niemniej jednak badania wskazują na pewne prawidłowości związane z prowadzoną przez firmę polityką dywidend. Podkreśla się na przykład, że inwestorzy żądają wyższej stopy zwrotu z inwestycji w akcje firm o wysokim wskaźniku „efektywności akcji” (relacja dywidendy do ceny akcji) [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 687; Ross, Westerfield, Jordan 1999, s. 584-586]. Ponadto informacje o wykupie własnych akcji oraz w mniejszym stopniu o wypłacie dywidend i podziale akcji są interpretowane przez rynek jako pozytywne wiadomości [Ross, Westerfield, Jordan 1999, s. 584-586].

Warto podkreślić, że rynek reaguje silnie i szybko na wszelkie zmiany polityki dywidendowej spółki (niestabilność). Biorąc pod uwagę efekt zawartości informa-

cyjnej dywidendy [John, Williams 1985, s. 1053 i nast.], zmiany w poziomie wypłacanych dywidend są interpretowane jako sygnały odnoszące się do przyszłych perspektyw rozwoju firm.

Zgodnie z efektem klienteli istnieją inwestorzy, różniący się podejściem do dywidendy [Dong, Robinson, Veld 2005, s. 122 i nast.]. Podejście to zależy od dochodu z dywidendy oraz wynikających z tego różnic podatkowych – inwestorzy, którzy mieszczą się w wysokich przedziałach podatkowych, wybierają firmy o niskich współczynnikach wypłaty dywidendy (relacja wypłaconej dywidendy do zysku netto), ci zaś inwestorzy, którzy są w niskich przedziałach osobistego podatku dochodowego, wybierają firmy o wysokich współczynnikach wypłat. Zatem konsekwencją wyboru określonej polityki dywidend jest przyciągnięcie konkretnej klienteli, dla której spółka stała się atrakcyjna.

Wypłata dywidend powoduje z jednej strony zmniejszenie wartości aktywów przedsiębiorstwa, z drugiej zaś jest jedynym sposobem uzyskania korzyści dla inwestorów długoterminowych. Niepłacenie dywidendy ma uzasadnienie, jedynie gdy firma zamierza realizować projekt (projekty), który da zwrot przewyższający koszt kapitału spółki. Zwrot z inwestycji na poziomie niższym niż koszt kapitału spółki oznacza utratę wartości firmy, a zatem stratę akcjonariuszy. Wobec powyższego, zamiast przeznaczać środki na nieopłacalną inwestycję, zarząd powinien podjąć decyzje o wypłacie dywidendy akcjonariuszom.

### **3. Zmienność dywidendy a struktura akcjonariatu – badanie empiryczne**

Kluczowymi czynnikami charakteryzującymi politykę dywidendy jest jej wartość w przeliczeniu na akcję spółki oraz wartość w stosunku do wypracowanego zysku netto. Zmienność wypłacanej dywidendy silnie zależy od realizowanej polityki dywidendy. Dywidendy o małej zmienności powinny wystąpić w przypadku polityki stałej wielkości dywidendy. Nieco większa zmienność dywidendy powinna być odnotowana dla spółek o stabilnej stopie dywidendy, z uwagi na zmienność wyniku netto. Największej zmienności dywidendy należy oczekiwać w przypadku polityki rezydualnej dywidendy. Dlatego punktem analizy zmienności wypłat dywidendy powinna być identyfikacja realizowanej polityki dywidendy.

W niniejszym opracowaniu do zbadania zmienności i polityki dywidendy wykorzystano dane spółek notowanych na GPW w Warszawie, które w ciągu ostatnich pięciu lat co najmniej cztery razy wypłaciły dywidendę. Z całej zbiorowości podmiotów wyodrębniono 46 przedsiębiorstw, dla których ustalono wskaźnik poziomu dywidendy na jedną akcję oraz wskaźnik wypłaty dywidendy (relacja wartości wypłaconej dywidendy do zysku netto). Na podstawie powyższych wskaźników oraz zgodnie z założeniami teoretycznymi modeli wypłaty dywidend, opisanymi w punkcie drugim, podjęto próbę określenia, jaką politykę wypłaty dywidendy stosują badane spółki (tab. 1).

**Tabela 1.** Polityka dywidendy, poziom dywidendy na akcję oraz wartości wypłaconej dywidendy do zysku netto wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2005-2009

Spółka	Polityka dywidendy	Dywidenda na akcję (zł) / Dywidenda do zysku netto (%)				
		2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7
ACTION	R	0	0,15	0,27	1,46	0,85
		0	6,2%	11,41%	59,76%	29,93%
AGORA	SWD	0,5	1,5	0,5	0	0,5
		21,02%	*	35,02%	0	70,05%
AMBRA	SWD	0,2	0,2	0,2	0	0,1
		brak danych	41,06%	42,10%	0	22,60%
APATOR	R	4,7	0,46	0,3	0,25	0,5
		64,91%	45,10%	29,73%	35,53%	82,28%
AQUABB	R	0,6	0,62	0,43	0,12	0,15
		71,92%	64,78%	66,05%	21,54%	20,43%
ASSECOSLO	R	0	98,6	93,92	14,16	0,22
		0	*	77,12%	90,04%	38,14%
ATM GRUPA	SS	2,15	7,6	0,54	0,16	0,08
		36,04%	95,27%	100%*	94,96%	99,14%
BĘDZIN	SWD	1,75	1,8	1,8	1,8	1,8
		99,03%	95,69%	97,08%	50,93%*	68,78%
BETACOM	SWD	0,5	0,52	0,55	0,4	0,25
		34,13%	95,06%	74,12%	35,13%	93,04%
CCC-NG2	SWD	1	1	0	1	1
		87,56%	78,24%	0	43,6%	53,06%
CEZ	SWD	0	20	40	50	53
		0	53,95%	75,38%	62,84%	62,76%
DĘBICA	R	3,7	2,2	2,1	1,6	4,5
		99,95%	49,78%	50,83%	24,54%	86,24%
DECORA	SWD	0,2	0,28	0,3	0,3	0,3
		13,23%	35,26%	33%	*	10,08%
DOMDEV	SWD	0	0,15	2,04	0,8	0,8
		0	3,11%	21,74%	12,82%	23,05%
EFEKT	SWD	0,5	0,5	0,55	0,55	0,55
		44,96%	57,94%	38,03%	43,11%	38,02%
ELBUDOWA	SWD	1,5	2	2,5	3	3,5
		68,18%	58,63%	31,15%	25,29%	28,45%
EUROCASH	SWD	0,16	0,23	0,3	0,3	0,37
		62,74%	81,85%	87,2%	67,34%	81,68%
EUROTEL	SWD	0	0,23	0,38	1,05	1,2
		0	47,91%	27,27%	67,68%	76,04%

Tabela 1, cd.

1	2	3	4	5	6	7
FORTE SA	R	0,2	0,25	0	0,1	1
		32,25%	46,55%	0	92,16%	56,32%
HANDLOWY	SWD	3,6	4,1	4,75	0	3,77
		79,82%	86,35%	76,79%	0	93,80%
HYDROTOR	R	0,8	1	2,1	1,8	1,25
		44,37%	48,12%	67%	45,17%	52,11%
IMPEL	SWD	0,68	0,27	0	1	1,5
		78,88%	50,37%	0	36,32%	100%*
IVMX	SWD	0	0,3	0,5	0,3	0,3
		0	21,05%	35,08%	28,19%	29,54%
KĘTY	SWD	4	4	4,5	0	4
		56,58%	55,00%	65,00%	0	66,27%
KGHM	R	10	16,97	9	11,68	3
		87,35%	97,55%	47,38%	79,99%	23,62%
KOFOLA	SWD	0,2	0,61	0	0,64	0,96
		75,47%	62,82%	0	98,6%	100,00%*
KOGENERA	SWD	0,8	1,85	2,05	2,05	3,5
		42,33%	72,95%	50,88%	64,24%	50,4%
MOSTALPLC	SWD	0	0,75	5	4,25	4
		0	43,85%	74,13%	60,62%	39,01%
NEUCA	SWD	1	1,23	1,48	1,85	2
		24,99%	29,47%	39,89%	57,09%	24,3%*
NORTHCOAST	SWD	0,08	0,12	0,16	0,05	0,05
		25%	46,87%	55,94%	25,38%	39,29%
PEGAS	SWD	0	0,76	0,85	0,9	0,95
		0	34,59%	35,43%	*	42,14%
PEKAO	R	7,4	9	9,6	0	2,9
		85,58%	86,85%	74,00%*	0	30,91%
PGNiG	SWD	0,15	0,17	0,19	0,09	0,08
		78,12%	63,43%	52,05%	97,21%	70,88%
PKO BP	SWD	0,8	0,98	1,09	1	1,9
		47,7%	47,87%	40,07%	34,71%	97,65%
POLIMEXMS	SWD	0,45	0,46	0,01	0,01	0,04
		12,57%	12,85%	8%	5,15%	17,16%
PUŁAWY	R	0	2	1,7	4,3	8,15
		0	30,3%	24,99%	24,84%	80,04%
SANOK	R	5,25	6	1	0	0,45
		55,09%	51,83%	6,48%	0	46,97%

1	2	3	4	5	6	7
ŚNIEŻKA	SWD	0,44	1	1,1	1,35	1,6
		24,9%	61,62%	47,43%	47,68%	58,94%
STALPROD	SWD	5	10	12	8	8
		44,38%	25,8%	23,75%	16,12%	19,63%
STALPROFI	SWD	0,25	0,3	0,26	0,11	0,11
		22,83%	23,29%	27,75%	91,66%	30,05%
TP SA	SWD	1	1,4	1,5	1,5	1,5
		63,17%*	93,58%	92,36%*	98,00%*	59,7%
TUP	SWD	0,2	0,2	0,2	0,05	0,05
		22,44%	22,44%	8,35%	10%	35,71%
TVN	R	0	0,37	0,49	0,57	0,31
		0	52,25%	83,9%	49,13%	25,2%
WANDALEX	R	0,05	0,1	0,12	0,02	0,05
		19,45%	30,76%	40,81%	9%	23,47%
ZELMER	SS	2,1	1,92	2,16	0	0,93
		84,74%*	91,55%	91,68%	0	91,53%
ŻYWIEC	SWD/R	30	31	37	20	48
		95,86%*	*	96,66%*	43,34%*	63,36%*

AGORA – w 2006 r. spółka poniosła stratę, brak danych na temat pochodzenia środków na dywidendę; ASSECOSLO – dywidenda za rok 2006 przewyższała wartość zysku netto za ten rok, brak danych o pochodzeniu pozostałych środków; ATM GRUPA – na dywidendę za rok 2007 został przeznaczony cały zysk netto za dany rok oraz dodatkowo środki z kapitału rezerwowego; BĘDZIN – dywidenda za rok 2008 pochodziła z zysku oraz z kapitału rezerwowego; DECORA – w 2008 roku spółka poniosła stratę, dywidenda została wypłacona z kapitału zapasowego; IMPEL – dywidenda za rok 2009 pochodziła z zysku oraz kapitału rezerwowego; KOFOLA – dywidenda za 2009 pochodziła z zysku oraz kapitału zapasowego z niepodzielonych zysków z lat ubiegłych; NEUCA-TORFARM – dywidenda za rok 2009 pochodziła z zysku oraz z kapitału zapasowego z lat ubiegłych; PEGAS – spółka poniosła w 2008 r. stratę, dywidenda wypłacona z kapitału zapasowego utworzonego z nadwyżki osiągniętej przy emisji akcji powyżej ich wartości nominalnej; PEKAO – na dywidendę przeznaczono zysk za 2007 r. oraz środki z kapitałów rezerwowych; TP SA – dywidenda za lata 2005, 2007, 2008 pochodziła z zysku oraz z kapitału zapasowego; ZELMER – dywidenda za rok 2005 pochodziła z zysku oraz funduszu dywidendowego utworzonego z zysku za rok 2004; ŻYWIEC – dywidenda za lata 2005-2009 pochodziła z zysku za dany rok oraz funduszu rezerwowego oraz dywidendowego.

- SWD – polityka stabilnej wielkości dywidendy,
- SS – polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy,
- R – rezydualna polityka dywidendy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu internetowego [www.interia.pl](http://www.interia.pl) oraz raportów rocznych spółek.

Informacje zawarte w tab. 1 wskazują na wyraźną dominację stosowania polityki stabilnej wielkości dywidendy. Aż 31 spośród badanych spółek realizuje bądź dąży do stosowania takiej polityki. Może to powodować względnie niską zmienność

wypłat dywidendy w ogóle. Drugą najczęściej stosowaną strategią wypłat dywidendy jest polityka rezydualnej dywidendy, stosowana przez 13 badanych podmiotów. Politykę stabilnej stopy dywidendy zaobserwowano jedynie w dwóch przypadkach, dla jednego nie sposób było ustalić rodzaju realizowanej polityki. Ciekawy wydaje się fakt stosunkowo silnego spolaryzowania stosowanych polityk. Z jednej strony obserwuje się istotną grupę podmiotów regularnie i stabilnie nagradzających swoich udziałowców, z drugiej wyraźnie zaznacza się grupa spółek, dla których ta kwestia wydaje się drugorzędna, a polityka dywidendy jest podporządkowana strategii reinwestycji zysku netto.

Wartość dywidendy zależy przede wszystkim od decyzji właścicieli spółki. Dlatego ważną determinantą polityki dywidendy wydaje się także struktura własności. Duże rozdrobnienie akcjonariuszy oznacza mnogość oczekiwań względem prowadzonej polityki dywidendy. W niniejszej pracy postawiono hipotezę o pozytywnym wpływie koncentracji własności na stabilność wypłat dywidendy. Silny właściciel ma istotny wpływ na decyzję o podziale dywidendy, może ją zatem kształtować zgodnie ze swoimi celami. Mniejsze grupy akcjonariuszy w dużej ilości mogą być mniej zgodne, co może różnicować politykę dywidendy w czasie.

Celem weryfikacji postawionej hipotezy wyznaczono stopień koncentracji własności spółki za pomocą wskaźnika Herfindahla-Hirschmana (*HHI*). Miernik ten jest sumą kwadratów poszczególnych udziałów wszystkich akcjonariuszy:

$$HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2,$$

gdzie:  $S_i$  – procentowy udział  $i$ -tego akcjonariusza w akcjonariacie,  $n$  – liczba akcjonariuszy.

Wysoki poziom indeksu *HHI* oznacza wysoki stopień koncentracji własności lub wpływu na zarządzanie w spółce. Z uwagi na fakt uprzywilejowania części akcji i wynikającej z tego różnicy między udziałem własnościowym oraz liczbą głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy – analizę przeprowadzono dla obu parametrów i wyznaczono dla nich osobne wartości *HHI*, dla ostatniego okresu sprawozdawczego – grudnia 2009 roku. Dla wyodrębnionej grupy spółek wyznaczono ponadto średni poziom dywidendy na akcję oraz współczynnik zmienności tej wielkości (tab. 2).

Dane zawarte w tab. 2 wskazują na duże zróżnicowanie zarówno w obszarze koncentracji własności, jak i przeciętnego poziomu dywidendy na akcję oraz jej zmienności w czasie. Czy istnieje związek statystyczny między tymi parametrami? Badanie korelacji pomiędzy poziomem współczynnika *HHI* a średnią wartością dywidendy na akcję nie potwierdza jakiegokolwiek zależności. Współczynnik korelacji wynosi 0,18 dla *HHI* akcji i 0,17 dla *HHI* głosów na WZA. Brak zależności pomiędzy koncentracją własności a wartością wypłacanej dywidendy wydaje się uzasadniony. Rozdrobniony akcjonariat, zgodnie z przyjętą hipotezą, może decydować o diame-



**Tabela 2.** Wartości indeksu Herfindahla-Hirschmana i charakterystyka poziomu wypłat dywidendy na akcję wybranych spółek notowanych na GPW w latach 2005-2009

Spółka	HHI		Dywidenda na akcję	
	akcje	głosy na WZA	średnia	współczynnik zmienności
1	2	3	4	5
ACTION	0,14	0,14	0,55	1,11
AGORA	0,13	0,19	0,60	0,91
AMBRA	0,38	0,38	0,14	0,64
APATOR	0,04	0,04	1,24	1,56
AQUABB	0,27	0,27	0,38	0,62
ASSECOSLO	0,17	0,17	41,38	1,22
ATMGRUPA	0,11	0,21	0,83	1,33
BĘDZIN	0,50	0,50	1,79	0,01
BETACOM	0,29	0,29	0,44	0,28
CCC-NG2	0,38	0,32	0,80	0,56
CEZ	0,49	0,50	32,60	0,69
DĘBICA	0,45	0,45	2,82	0,43
DECORA	0,34	0,34	0,28	0,16
DOMDEV	0,10	0,10	0,76	1,06
EFEKT	0,37	0,34	0,53	0,05
ELBUDOWA	0,26	0,26	2,50	0,32
EUROCASH	0,27	0,27	0,27	0,29
EUROTEL	0,18	0,18	0,57	0,92
FORTESA	0,13	0,13	0,31	1,28
HANDLOWY	0,56	0,56	3,24	0,58
HYDROTOR	0,23	0,22	1,39	0,39
IMPEL	0,26	0,32	0,69	0,86
IVMX	0,20	0,20	0,28	0,64
KETY	0,46	0,46	3,30	0,56
KGHM	0,10	0,10	10,13	0,50
KOFOLA	0,45	0,45	0,48	0,79
KOGENERA	0,10	0,10	2,05	0,47
MOSTALPLC	0,25	0,29	2,80	0,81
NEUCA	0,22	0,22	1,51	0,28
NORTHCOAST	0,16	0,22	0,09	0,52

Tabela 2, cd.

1	2	3	4	5
PEGAS	0,52	0,52	0,69	0,57
PEKAO	0,35	0,35	5,78	0,72
PGNiG	0,53	0,53	0,14	0,36
PKOBP	0,18	0,18	1,15	0,37
POLIMEXMS	0,03	0,03	0,19	1,23
PULAWY	0,27	0,27	3,23	0,97
SANOK	0,04	0,04	2,54	1,12
ŚNIEŻKA	0,29	0,23	1,10	0,40
STALPROD	0,20	0,27	8,60	0,30
STALPROFI	0,14	0,21	0,21	0,44
TPSA	0,25	0,25	1,38	0,16
TUP	0,21	0,36	0,14	0,59
TVN	0,32	0,32	0,35	0,63
WANDALEX	0,29	0,32	0,07	0,60
ZELMER	0,26	0,26	1,42	0,66
ŻYWIEC	0,51	0,51	33,20	0,31

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu internetowego [www.interia.pl](http://www.interia.pl) oraz Notoria Finansial za [www.securites.com](http://www.securites.com).

tralnie różnej wielkości dywidendy<sup>1</sup>. Także większościowy akcjonariusz może mieć biegunowo różny pogląd na to, czy spółka powinna wypłacać dywidendę wysoką czy niską. Kwestią kluczową jest ustalenie, czy większościowy akcjonariusz może utrzymać preferowaną wielkość wypłacanej dywidendy i czy tak robi. Odpowiedzi na to pytanie udziela wartość współczynnika korelacji pomiędzy współczynnikiem zmienności dywidendy a indeksami *HHI*. W przypadku akcji wartość ta wynosi – 0,52, dla głosów zaś na WZA – 0,50. Przeciwny, umiarkowany, ale zauważalny związek między stopniem koncentracji własności a zmiennością wypłat dywidendy pozwala na pozytywną weryfikację hipotezy przyjętej w pracy. Oznacza to bowiem, że spółki posiadające znaczących akcjonariuszy wypłacają dywidendę na bardziej ustabilizowanym poziomie niż podmioty o rozproszonej własności.

<sup>1</sup> Problem zależności wartości dywidendy i koncentracji własności wydaje się wciąż nierozstrzygnięty. Teoria sugeruje zwiększanie wypłat dywidendy w miarę wzrostu koncentracji własności, co tłumaczy się dążeniem grupy akcjonariuszy do ograniczania gotówki będącej pod kontrolą zarządu spółki (szerzej [Jensen, Meckling 1976, s. 305-360]). Wyniki poszczególnych badań są jednak sprzeczne. Mancinelli i Ozka [2006, s. 265-282] potwierdzają teorię Jensena i Mecklinga, podobnie jak Hafeez i Attiya [2009, s. 110-125]. Z drugiej strony badania Dolgopiatowej [2007, s. 7-23] oraz Naceura, Goieda i Belanesa [2006, s.1-23] wskazują na brak zależności statystycznych między stopniem skoncentrowania własności spółki a poziomem wypłacanej przez nią dywidendy.

## 4. Podsumowanie

Dywidenda jest kosztem dla przedsiębiorstwa, z drugiej zaś strony stanowi rekompensatę dla akcjonariuszy długoterminowych za powierzenie spółce swoich środków. Uzasadnieniem niewypłacania dywidendy jest możliwość realizacji przez spółkę projektów inwestycyjnych, których zwrot przewyższy koszt jej kapitału. Należy jednak zauważyć, że rozwój rynku kapitałowego może powodować wzrost oczekiwań inwestorów dochodu z tytułu posiadania akcji. Ograniczając wypłatę dywidendy, spółki skazują się na konieczny wzrost wyniku finansowego. Z tego powodu wypłata dywidendy może się okazać ważnym substytutem wynagradzania akcjonariuszy. Nie mniej ważny może być jej stabilny poziom, który ułatwi prognozowanie dochodów z akcji i ograniczy ryzyko inwestycyjne akcjonariuszy.

W niniejszym artykule podjęto próbę oceny polityki dywidendy polskich spółek publicznych oraz poziomu jej wypłat. Przeprowadzone badania nad zmiennością dywidendy i koncentracją kapitału pokazały przede wszystkim, że regularnie wypłacana dywidenda to domena niewielkiej grupy spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Wyodrębniono jedynie 46 podmiotów, które w latach 2005-2009 wypłacały dywidendę, przez co najmniej 4 kolejne lata analizowanego okresu. Zauważono jednak, że większość badanych spółek prowadzi politykę stałej lub wzrastającej wielkości dywidendy, co potwierdza przypuszczenia o istotności zmienności poziomu dywidendy.

Analiza statystyczna pokazała brak zależności pomiędzy koncentracją własności a wartością wypłacanej dywidendy. Ten fakt można uzasadnić różnymi oczekiwaniami różnych grup akcjonariuszy, różnym podejściem do rozwoju spółki, jej strategii itd. Z drugiej zaś strony badania potwierdziły umiarkowany, aczkolwiek zauważalny przeciwny związek pomiędzy stopniem koncentracji własności a zmiennością wypłat dywidendy, co oznacza potwierdzenie przyjętej w pracy hipotezy o pozytywnym wpływie koncentracji własności na stabilność wypłat dywidendy. Może to oznaczać, że większościowy właściciel sam kreuje politykę dywidendy, dbając przede wszystkim o jej stabilność, a nie poziom wypłat.

## Literatura

- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig Press, Warszawa 1997.
- Dolgopiatova T., *Ownership concentration and Russian company development: Empirical evidence*, „Problems of Economic Transition” 2007, vol. 50, issue 5.
- Dong M., Robinson Ch., Veld Ch., *Why individual investors want dividends*, „Journal of Corporate Finance” 2005, no. 12.
- Duraj J. (red.), *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2002.
- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2002.

- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, FRR, Warszawa 2000.
- Hafeez A., Attiya J., *The determinants of dividend policy in Pakistan*, „International Research Journal of Finance & Economics” 2009, issue 29.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3.
- John K., Williams J., *Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium*, „The Journal of Finance” 1985, no. 40.
- Mancinelli L., Ozka A., *Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms*, „European Journal of Finance” 2006, vol. 12, issue 3.
- Naceur B., Goaid M., Belanes A., *On the determinants and dynamics of dividend policy*, „International Review of Finance” 2006, vol. 6, issue 1-2.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Łódź 1999.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa – Kraków 1999.

## **DIVIDEND PAYOUT CHANGEABILITY AND SHAREHOLDER'S CONCENTRATION. A CASE STUDY OF COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Summary:** Decisions about the dividend policy are one of the most important elements of the company's management not only in the financial area, but also in strategic one. The capital market development causes the growth of investor's shareholding expectations. Assumed dividend policy can even determine the company's pricing. That is why stable dividend policy seems to be very important. The goal of the paper is to analyze the shareholder's concentration influence on the companies listed on the Warsaw Stock Exchange dividend payout stability. Statistical analyses confirmed the relationship between the degree of shareholder's concentration and dividend payout changeability. This means that shareholder's concentration may stabilize the dividend policy.