

## Struktura własności a skłonność do wypłaty dywidendy

Bogna Kaźmierska-Józwiak\*

**Streszczenie:** *Cel* – Przedstawienie wyników wstępnych badań dotyczących relacji pomiędzy relacji między strukturami własnościowymi (własność instytucjonalna, własność państwowa, własność menedżerska) wybranych, niefinansowych polskich spółek giełdowych a skłonnością do wypłaty dywidendy.

*Metodologia badania* – Badanie przeprowadzono na grupie losowo wybranych 64 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2010–2015. Dane niezbędne do weryfikacji postawionych hipotez pozyskano z bazy Thompson Reuters. Badanie przeprowadzono metodą regresji logitowej.

*Wynik* – Potwierdzono statystyczną istotność relacji pomiędzy własnością menedżerską a skłonnością do wypłaty dywidendy. Zgodnie z wynikami badania własność menedżerska jest pozytywnie powiązana ze skłonnością do wypłaty dywidendy przez spółki

*Oryginalność/wartość* – Opracowanie uzupełnia istniejący stan wiedzy na temat wpływu struktur własnościowych na politykę dywidend polskich spółek giełdowych. Przeprowadzone badania należy traktować jako punkt wyjścia dla dalszej pogłębionej analizy.

**Słowa kluczowe:** struktura własności, dywidenda, polityka dywidend

### Wprowadzenie

Rozważania na temat istoty dywidendy rozpoczęły się wraz z pionierskimi pracami Gordona (1959), Lintnera (1956, 1962), Millera i Modiglianiego (1958, 1961). W roku 1976 Black (1976) wprowadził do teorii finansów pojęcie „dywidend puzzle”, uzasadniając to stwierdzeniem, że „im bardziej wnikliwie wpatrujemy się w „obraz dywidendy”, tym bardziej wydaje się ona być układanką, której poszczególne części do siebie nie pasują” (Black 1976, s. 5–8). Od tamtego czasu przeprowadzono wiele badań, przeanalizowano wiele determinant polityki dywidendowej spółek, stworzono szereg teorii, próbujących wyjaśnić zachowania dywidendowe przedsiębiorstw.

Jednym z obszarów, będącym przedmiotem badań światowych, jest struktura własności spółek i jej wpływ na politykę dywidendową (Eckbo, Verma 1994; Fenn, Liang 2001; Short, Zhangand, Keasey 2002; Gugler, Yurtoglu 2003; Trojanowski 2004). W Polsce ta tematyka poddawana była nielicznym analizom (Kowalewski, Stetsyuk, Talaver 2007; Wypych 2015). W związku z powyższym uznano za zasadne podjęcie badań nad strukturą własności polskich spółek giełdowych w kontekście determinant polityki dywidendowej.

---

\* dr Bogna Kaźmierska-Józwiak, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, e-mail: bognakaj@uni.lodz.pl.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie wstępnych wyników badań dotyczących zależności pomiędzy strukturą własności spółek a ich skłonnością do wypłaty dywidendy. Badanie przeprowadzono na grupie 64 losowo wybranych niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010–2015.

Artykuł jest skonstruowany następująco: część pierwsza przedstawia przegląd literatury, w drugiej zawarto opis próby badawczej oraz zastosowanej metodologii, w części przedstawiono wyniki badań własnych, część czwarta artykułu zawiera uwagi końcowe.

## **1. Teoria agencji a polityka dywidend**

Podział zysku netto wypracowanego przez spółkę i ewentualny transfer części tego zysku dla akcjonariuszy w postaci dywidendy, czy poprzez skup akcji własnych jest niezwykle zagadnieniem z zakresu finansów przedsiębiorstw. Polityka dywidend wzbudza wiele kontrowersji, bowiem z realizacją wypłaty dywidend związane są dwie, często mające różne interesy, strony: akcjonariusze, mający prawo do udziału w zysku spółki oraz spółka, która jest z reguły zainteresowana zatrzymaniem jak największej części wygospodarowanego zysku, na potrzeby realizacji projektów inwestycyjnych, niezbędnych dla jej rozwoju (Sierpińska 1999, s. 57). Dla akcjonariusza płatność dywidendowa jest korzyścią za udostępnienie kapitału. elementem jego dochodu związanego z zainwestowanym kapitałem w akcje danej spółki.

Decyzja o wypłacie dywidendy przez spółkę uwarunkowana jest wieloma determinantami. Jedną z determinant może być struktura własności spółki. Wpływ struktury własności, kwestii związanych z rozdzieleniem własności od zarządzania opisuje teoria agencji. Teoria agencji, której twórcami są Jensen i Meckling (1976, s. 305–360), opiera się założeniu istnienia sprzeczności interesów pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami, wynikającej z oddzielenia własności od zarządzania. Analizuje znaczenie i konsekwencje funkcjonowania określonych struktur własnościowych i organizacyjnych przedsiębiorstw. Koncepcja ta odnosi się do dużych spółek akcyjnych, zarządzanych przez wykwalifikowanych menedżerów – agentów, wynajętych przez właścicieli -akcjonariuszy. Akcjonariuszami spółek mogą być różne podmioty, od inwestorów indywidualnych, poprzez inwestorów instytucjonalnych, po Skarb Państwa, reprezentujący własność państwową. Rozproszenie własności powoduje, że nie zawsze możliwa jest efektywna kontrola nad kadra zarządzającą (Uchman 2013, s. 482).

Członkowie zarządów – agenci powinni działać w interesie swoich pracodawców – akcjonariuszy-pryncypałów i tak zarządzać spółką, aby zwiększać jej wartość, a przez to wartość dla właścicieli, jednak w praktyce to założenie nie zawsze jest spełnione. Menedżerowie zajmują się bieżącym zarządzaniem przedsiębiorstwem, przez co ich pozycja w spółce staje się znacząca, zwłaszcza w sytuacji, gdy akcjonariat spółki jest rozproszony.

Polityka dywidend w kontekście teorii agencji pokazuje sprzeczność interesów pomiędzy kadrą menadżerską a akcjonariuszami. Z punktu widzenia akcjonariuszy wypłata dywidendy zmniejsza środki pieniężne pozostające do dyspozycji zarządu. Ponadto, w sytuacji, gdy firma będzie musiała pozyskać zewnętrzne źródła finansowania, konieczne będzie poddanie się kontroli rynku kapitałowego. Zarządzającym powinno zatem zależeć na finansowaniu potrzeb inwestycyjnych z wypracowanego zysku, co uniemożliwi lub zmniejszy poziom wypłacanej dywidendy, bowiem taka sytuacja pozwala na uniknięcie konfrontacji z rynkiem kapitałowym (Jensen 1986, s. 323–329).

Uważa się, że dywidendy są użytecznym narzędziem redukującym konflikt agencji i zmniejszającym koszty agencji (Jensen, Meckling 1976, s. 305–360; Rozeff 1982, s. 249–259; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny 2000, s. 1–33). Poprzez wypłatę dywidendy część zysku netto trafia do akcjonariuszy, wobec czego zmniejsza się zagrożenie, iż zarządzający wykorzystają go na własne potrzeby. Jak zauważa Kowerski (2011), wypłaty dywidendy powinny wpływać na wzrost wartości spółki, z uwagi na redukcję zagrożenia przeinwestowaniem.

Badania prowadzone na rynkach dojrzałych (La Porta i in. 2000, s. 1–33) potwierdzają, iż decyzje dotyczące wypłat dywidendy przez spółki mogą być objaśniane za pomocą teorii agencji.

### **1.1. Własność inwestorów instytucjonalnych**

W literaturze zwraca się uwagę na fakt, że inwestorzy instytucjonalni różnią się od inwestorów indywidualnych na wiele sposobów. Zwykle angażują w spółkę większą kwotę środków finansowych, wobec są bardziej zdeterminowani, by odpowiednio monitorować jej działania (Grinstein, Michaely 2005, s. 1389–1426). W związku z powyższym mają także duży wpływ na decyzje podejmowane w zakresie wypłat dywidendy. Wyniki badań ECHO i Verma (1994, s. 33–62) wskazują na istnienie pozytywnej zależności pomiędzy zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych w spółce a skłonnością do wypłaty dywidendy. Podobną relację potwierdzają Moh'd, Perry i Rimbey (1995, s. 367–385) czy Short, Zhanan i Keasey (2002, s. 105–122). Grinstein i Michaely (2005, s. 1389–1426) wskazują, że w przypadku amerykańskich firm inwestorzy instytucjonalni mają istotny wpływ na politykę dywidend. Twierdzą wręcz, że inwestorzy instytucjonalni unikają firm, które nie płacą dywidend. Jednakże wśród firm płacących dywidendy preferują te, które realizują niższe wypłaty.

Wobec powyższego pierwsza hipoteza ma postać:

H1: Własność inwestorów instytucjonalnych ma dodatni wpływ na skłonność spółki do wypłaty dywidendy.

## 1.2. Własność menedżerska

Wpływ własności menedżerskiej na politykę dywidend podejmowany był przez wielu autorów. Wyniki badań nie są jednoznaczne, chociaż zwykle wskazują na istnienie negatywnej zależności pomiędzy udziałem w spółce „wewnętrznych” akcjonariuszy a skłonnością do wypłaty dywidendy (Moh'd i in. 1995, s. 367–375; Short i in. 2002, s. 105–122; Trojanowski 2004), co jest spójne z założeniami teorii agencji, według których dywidendy nie są wartościowe jako narzędzie sterujące w sytuacji, gdy menedżerowie posiadają duży pakiet akcji. Wyniki badań Eckbo i Verma (1994, s. 33–62), dotyczących firm kanadyjskich, gdzie udział menedżerów w strukturze akcjonariatu jest wysoki, wskazują, iż wartość dywidend pieniężnych zmniejsza się wraz ze wzrostem udziału własności menedżerskiej w spółce i niemalże zanikają, gdy menedżerowie mają pełną kontrolę nad podmiotem.

Z drugiej strony istnieją badania potwierdzające pozytywną zależność pomiędzy udziałem menedżerów w akcjonariacie spółki a skłonnością spółki do wypłaty dywidendy (Fenn, Liang, 2001). Fenn i Liang uważają, że akcjonariat menedżerski jest pozytywnie powiązany ze skłonnością spółki do wypłaty dywidend w spółkach, w przypadku spółek z potencjalnie silnymi problemami agencji, przy założeniu, że menedżerowie posiadają niskie udziały we własności a spółka ma niewielkie możliwości inwestycyjne lub wysoki poziom wolnych przepływów pieniężnych. Dla innych firm badacze nie potwierdzili istotnego wpływu własności menedżerskiej.

W związku z powyższym kolejna hipoteza brzmi:

H2: Własność menedżerska ma negatywny wpływ na skłonność spółki do wypłaty dywidendy.

## 1.3. Własność Skarbu Państwa

Skarb Państwa jest przykładem inwestora, będącego osobą prawną, swymi cechami przypominającym inwestora instytucjonalnego, który ma często znaczący wpływ na decyzje podejmowane w spółce w zakresie wypłaty dywidendy. Specyfika Skarbu Państwa polega na tym, że często jest właścicielem większościowym, a w wielu przypadkach posiada udziały w spółkach, które wcześniej były przedsiębiorstwami państwowymi.

Jak zauważa Uchman (2013, s. 480–481), w sytuacji, gdy Skarb Państwa jest istotnym akcjonariuszem przedsiębiorstwa, decyzje dotyczące podziału zysku netto spółki i wypłaty dywidendy, determinowane są często potrzebami finansowanymi państwa i prowadzoną przez nie polityką finansową. Skarb Państwa, ze względu na swoje zwykle duże potrzeby oraz zwykle wysokie udziały w spółce, dąży do podwyższania wskaźników wypłat dywidendy. Mówi się nawet o problemie „drenażu finansowego” spółek.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, kolejna hipoteza ma następującą postać:

H3: Własność Skarbu Państwa ma pozytywny wpływ na skłonność spółki do wypłaty dywidendy.

## 2. Założenia metodyczne i opis próby badawczej

Badanie przeprowadzono na grupie losowo wybranych 64 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2010–2015. Dane finansowe niezbędne do weryfikacji postawionych hipotez pozyskano z bazy Thompson Reuters. Celem badania jest analiza zależności pomiędzy strukturami własnościowymi badanych spółek a polityką w zakresie wypłaty dywidendy.

Badanie przeprowadzono za pomocą regresji logitowej, gdzie zmienną zależną jest zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy spółka wypłaciła dywidendę, w przeciwnym razie wartość zmiennej wynosi 0. W badaniu wykorzystano trzy zmienne opisujące struktury własnościowe spółek – własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa, własność menedżerską (udział we własności członków zarządu). Przy kalkulacji zmiennych wykorzystywano jedynie bloki akcji większe niż 5%. Jako zmienną kontrolną wykorzystano logarytm naturalny wielkości sprzedaży spółki (lnS) opisujący wielkość badanych podmiotów.

W badaniu wykorzystano następujące zmienne niezależne:

- wielkość firmy – logarytm naturalny wartości kapitalizacji,
- własność instytucjonalna – wyrażony w ułamku dziesiętnym procent akcji w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych,
- własność państwowa – wyrażony w ułamku dziesiętnym procent akcji w posiadaniu Skarbu Państwa,
- własność menedżerska – wyrażony w ułamku dziesiętnym procent akcji w posiadaniu Skarbu członków zarządu.

W tabeli 1 przedstawiono statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych do analizy.

**Tabela 1**

Statystyki opisowe

Zmienne	N	Minimum	Maksimum	Średnia	Odczylenie standardowe
DPS	344	0,0000	93,6000	1,7800	9,9413
MC	346	6897,0	16480107,0	835661,153	2021521,7185
lnMC	346	8,8400	16,6200	12,1343	1,7057
Własność instytucjonalna	344	0,0000	0,9600	0,1477	0,1721
Własność państwowa	336	0,0000	0,7779	0,1128	0,2074
Własność menedżerska	333	0,0000	0,8125	0,2146	0,2291

Źródło: opracowanie własne.

Badane zmienne opisujące struktury własnościowe spółek wydają się być dość zróżnicowane. Dla każdej zmiennej minimalna wartość wynosi 0,0000, maksymalna waha się od 0,7779 do 0,9600. Spośród analizowanych zmiennych opisujących struktury własnościowe spółek najwyższą średnią wartość osiąga zmienna własność menedżerska, której

średnia arytmetyczna wynosi 0,2146, odchylenie standardowe dla tej zmiennej jest również najwyższe (0,2291), co oznacza, że wartości omawianej zmiennej w największym stopniu odchylają się od średniej arytmetycznej. Najwyższą wartość maksymalną osiąga zmienna własność instytucjonalna (0,96), przy średniej arytmetycznej równej 0,1477 i odchyleniu standardowym wynoszącym 0,1721.

Statystyki opisowe dla zmiennej opisującej wielkość badanych spółek MC (*market capitalization*) wskazują na duże zróżnicowanie spółek pod względem wielkości – minimalna wartość to 6897 mln zł, najwyższa 16 480 107 mln zł, średnia wartość wynosi 835 661,153 mln zł przy odchyleniu standardowym wynoszącym 2 021 521,718.

### 3. Analiza regresji

W tabeli 2 przedstawiono wyniki analizy regresji logitowej dla omawianego modelu. Pokazują one, że dwie zmienne objaśniające mają statystycznie istotny wpływ na zmienną objaśnianą.

**Tabela 2**

Wyniki regresji logistycznej

N	B	Błąd standardowy	Wald	Istotność
lnMC	0,308	0,073	17,641	0,000***
Własność instytucjonalna	-0,003	0,774	0,000	0,997
Własność państwowa	1,018	0,696	2,143	0,143
Własność menedżerska	1,576	0,638	6,098	0,014**
Stała	-4,680	0,972	23,168	0,000***

Uwagi: \*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z wynikami badania własność menedżerska jest pozytywnie powiązana ze skłonnością do wypłaty dywidendy przez spółki ( $\beta = 1,576$ ,  $p < 0,05$ ). Kierunek tej zależności jest przeciwny do zakładanego, natomiast zgodny z wynikami badań Fenn i Liang (2001, s. 45–72), którzy wyjaśnili taką zależność faktem występowania w spółkach dość silnych problemów agencyjne, przy czym udział menedżerów we własności był niewielki, zaś firmy miały niewielkie możliwości inwestycyjne.

Nie stwierdzono statystycznie istotnych związków pomiędzy dwoma pozostałymi zmiennymi niezależnymi, to jest własnością inwestorów instytucjonalnych oraz własnością państwową a skłonnością spółek do wypłaty dywidendy. Tym samym nie potwierdzono hipotezy drugiej i hipotezy trzeciej.

Potwierdzono natomiast statystycznie istotną zależność pomiędzy zmienną kontrolną – wielkością spółek a ich skłonnością do wypłaty dywidendy. Opisywana zależność ma

charakter dodatni ( $\beta = 0,308$ ,  $p < 0,01$ ). Uzyskany wynik jest zgodny z badaniami światowymi (Grullon, Michaely, Swaminathan 2002, s. 387–424), a także polskimi (Kowerski 2011, s. 165 i dalsze; Kaźmierska-Jóźwiak 2014, s. 129–135). Powyższa zależność wskazuje, że bardziej skłonne do wypłaty dywidendy są spółki duże, zwykle bardziej dojrzałe, często mające nadmiar wolnych przepływów pieniężnych, zaś niewielkie możliwości inwestycyjne.

## Uwagi końcowe

W opracowaniu przedstawiono wyniki wstępnych badań dotyczących relacji między strukturami własnościowymi (własność instytucjonalna, własność państwowa, własność menedżerska) wybranych, niefinansowych polskich spółek giełdowych a skłonnością do wypłaty dywidendy. Statystycznie potwierdzona została tylko jedna zależność, dotycząca pozytywnej relacji pomiędzy własnością menedżerską a skłonnością spółek do wypłaty dywidendy. Wynik ten był przeciwny do zakładanego, natomiast zgodny z wynikami niektórych badań światowych i wskazuje, że w przypadku badanej grupy spółek udział menedżerów w strukturze akcjonariatu zwiększa prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Stwierdzenie, czy w przypadku analizowanej grupy spółek występują problemy agencyjne, zaś same spółki mają niewielkie możliwości inwestycyjne lub wysoki poziom wolnych przepływów pieniężnych, będzie przedmiotem dalszych analiz i rozważań.

Wyniki powyższego badania nie pozwalają oczywiście na uogólnianie postawionych wniosków, ze względu na to, iż próba badawcza nie obejmowała całej populacji niefinansowych spółek giełdowych. Ponadto ograniczeniem badawczym jest fakt, iż zmienne opisujące struktury własnościowe obliczane były na podstawie bloków akcji większych niż 5%, w związku z powyższym udział we własności, zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych, którzy często posiadają mniejsze bloki akcji, mógł być niedoszacowany, co mogło mieć wpływ na wyniki samego badania.

## Literatura

- Ambarish, R., John K., Williams J. (1987). Efficient signaling with dividends and investments. *Journal of Finance*, 42.
- Benartzi S., Michael R., Thaler R.H. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, 52.
- Bhattacharaya S. (1979). Imperfect Information, dividend policy and „the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10.
- Bhattacharya S. (1980). Nondissipative signalling structures and dividend policy. *Quarterly Journal of Economics*, 95.
- Brzeszczyński J., Gajdka J. (2009). Wpływ polityki dywidend na stopę zwrotu z akcji na polskim rynku kapitałowym. *Folia Oeconomica*, 226.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (1996). Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 70.

- Eckbo B.E., Verma S. (1994). Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, 1 (1).
- Fenn G.W., Liang N. (2001). *Corporate payout policy and managerial stock incentives*. Journal of Financial Economics, 60.
- Grinstein Y., Michaely R. (2005). Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, 60 (3).
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, 75.
- Grullon G., Michaely R., Benartzi S., Thaler R.H. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, 78 (5).
- Gugler K., Yurtoglu B.B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3.
- Jensen M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76.
- Jensen G.R., Solberg D.P., Zorn T.S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27.
- Jerzemska M. (2005). *Teoria sygnałów (signaling theory) a struktura kapitału przedsiębiorstwa*. W: P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce*. Lublin: UMCS.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talaver O. (2007). Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend in Poland. *Bank i Kredyt*, 38.
- Kowerski M. (2011). *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*. Kraków–Rzeszów–Zamość: Konsorcjum Akademickie.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000). Agency problems and Dividend Policies around the world. *The Journal of Finance*, 55.
- John K., J. Williams (1985). Dividends, dilution and taxes: A signaling equilibrium. *Journal of Finance*, 40 (4).
- Miller M.H., Rock K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40 (4).
- Moh'd M.A., Perry L.G., Rimbey J.N. (1995). An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *Financial Review*, 30.
- Nissim D., Ziv A. (2001). Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, 56 (6).
- Penman, S.H. (1983). The predictive content of earnings forecasts and dividends. *Journal of Finance*, 38 (4).
- Rozef M.S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research*, 5.
- Short H., Zhang H., Keasey K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8.
- Trojanowski G. (2004). *Ownership structure and payout policy in the UK*. EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Pobrano z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.498023>.
- Wypych M. (2015). Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 854. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73.

## OWNERSHIP STRUCTURE AND DIVIDENDS PAYMENTS

**Abstract:** The main goal of this paper is to investigate whether a company's ownership structure influence the propensity to pay dividend. We employ three ownership variables, managerial ownership, institutional ownership and state ownership. We used data of selected companies listed on WSE in 2010–2015. Data were analyzed using logit regression.

**Keywords:** ownership structure, dividend payout, dividend policy

## Cytowanie

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2016). Struktura własności a skłonność do wypłaty dywidendy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 171–178. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-13.