



Jowita Piątkowska

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń Społecznych
Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych
jowita.piatkowska@gmail.com

REALIZACJA POLITYKI DYWIDENDY W SPÓLKACH KAPITAŁOWYCH – ZRÓŻNICOWANIE SEKTOROWE I WŁASNOŚCIOWE

Streszczenie: Istotnym problemem decyzyjnym w strategiach finansowych przedsiębiorstw jest wybór sposobu podziału zysku netto. Ma to znaczenie nie tylko dla spółki, ale również dla wielu grup interesów. Celem opracowania jest ocena, w jakim stopniu zróżnicowanie własnościowe i sektorowe wpływa na realizację polityki dywidendy w spółkach. Dokonano tu porównania cech charakterystycznych różnych form transferu środków pieniężnych. Ponadto wykorzystano spółki giełdowe, które podjęły decyzję o realizacji polityki dywidendy, oraz zbadano, czy struktura własnościowa oraz sektor, w jakim przedsiębiorstwo działa, mają wpływ na realizację polityki dywidendy.

Słowa kluczowe: dywidenda, struktura akcjonariatu, polityka dywidendy.

JEL Classification: E22.

Wprowadzenie

Każde przedsiębiorstwo dąży do zaspokojenia oczekiwań swoich właścicieli. Dywidenda stanowi korzyść finansową dla akcjonariuszy. Podział zysku dywidendy nie oznacza, iż cały zysk zostanie wypłacony w formie gotówki lub w postaci wyemitowanych nowych akcji. Celem opracowania jest ocena, w jakim stopniu zróżnicowanie własnościowe i sektorowe wpływa na realizację polityki dywidendy w spółkach. Zweryfikowano, czy udział Skarbu Państwa w strukturze własnościowej decyduje o realizacji polityki dywidendy. Czy Skarb Państwa jako właściciel decyduje się na nadmierne pobranie dywidendy z kontrolowa-

nych przez niego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, przy ograniczeniach uwzględniających interes zarówno samych spółek, jak i ich mniejszościowych akcjonariuszy?

Badaniem objęto spółki wypłacające dywidendę, gdzie akcjonariuszem jest również Skarb Państwa, których akcje są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza będzie obejmować ostateczną wysokość wypłacanej dywidendy. W celu przeanalizowania procesu zastosowano metody badań literaturowych oparte na przeglądzie krajowych i zagranicznych publikacji oraz dokonano empirycznej analizy zjawiska.

W pierwszej części artykułu scharakteryzowano zagadnienia związane z realizacją polityki dywidendy. W kolejnej części przeanalizowano dane historyczne oraz sformułowano wnioski końcowe związane ze strukturą własnościową oraz zróżnicowaniem sektorowym.

1. Założenia polityki dywidendy

Wypłata dywidendy jest rezultatem określonej kondycji finansowej firmy [Thomsen, Pedersen, 2000] oraz specyfiki kapitału właścicielskiego. Polityka dywidendy nie jest jednoznacznie zdefiniowana przez przepisy prawne. Należy rozróżnić grupy interesariuszy (właściciele, inwestorzy i potencjalni inwestorzy), gdzie polityka dywidendy będzie decydować, czy inwestorzy zdecydują się na kupno akcji, jak również będzie miała wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Polityka stanowi swobodną decyzję właścicieli przedsiębiorstwa, która może stosować różne preferencje w zależności od swoich priorytetów gospodarczych oraz bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej.

Zgodnie z art. 347§ 1 k.s.h. akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym zbadanym przez biegłego rewidenta, który został przeznaczony akcjonariuszom do wypłaty. Zysk rozdziela się w stosunku do liczby akcji. Jeżeli akcje nie są całkowicie pokryte, zysk rozdziela się w stosunku do dokonanych wpłat na akcje [art. 247 § 2 k.s.h.]. Status może przewidzieć inny sposób podziału zysku [art. 347 § 3 k.s.h.] z uwzględnieniem art. 348, art. 349, art. 351 §4 oraz art. 353 k.s.h. W przypadku spółek kapitałowych o wypłacie dywidendy decyduje walne zgromadzenie akcjonariuszy. W przypadku banków to niekiedy przepisy rozstrzygają o wypłacie zysku. Zgodnie z ustawą z 29 sierpnia 1997 r. Prawo Bankowe [Dz.U z 2002 r., Nr 72, poz. 665] Komisja Nadzoru Finansowego może nakazać bankowi wstrzymanie wypłat

z zysku do czasu przywrócenia płynności płatniczej lub osiągnięcia innych norm dopuszczalnego ryzyka.

Podział zysku może być zupełny lub niezupełny. W pierwszym przypadku zostaje podzielona zgodnie z przepisami cała kwota. W przypadku niezupełnego podziału po naliczeniach na kapitały akcjonariusze rezygnują w danym roku z dzielenia całej pozostałej części zysku po to, by pozostała kwota stanowiła źródło finansowania w przedsiębiorstwie [Horbaczewska, 2012, s. 54]. Niepodzielona kwota zysku pozostaje w spółce jako zysk niepodzielony do dyspozycji spółki (tzw. zysk z lat ubiegłych). Zysk z lat ubiegłych figuruje w bilansie do czasu rozliczenia go przez walne zgromadzenie akcjonariuszy [Śliwa, Wymysłowski, 2007, s. 262].

Pomimo prawie stuletnich badań decyzje o wypłatach dywidendy i ich wpływie na cenę akcji, jak również na wartość spółki, nie są jednoznacznie określone [Frankfuter, Wood, 2002, s. 111]. Wiele hipotez i teorii, jakie zostały przedstawione w literaturze, pokazuje, jak niejednoznaczne jest to zagadnienie.

Z wywiadów Lintnera [1956, s. 99] wynika, iż zdaniem członków zarządów polityka dywidendy ma bardzo duże znaczenie dla akcjonariuszy, przy czym inwestorom nie chodzi tylko o poziom wypłaconych dywidend, lecz o rozsądną stabilną stopę ich wypłaty.

Spółki coraz częściej decydują się na wypłatę dywidendy w celu łagodzenia konfliktów agencyjnych. Przedsiębiorstwa z poważnymi problemami agencyjnymi są skłonne do zapłacenia większych dywidend w celu opanowania tych problemów. Realizację wypłaty dywidendy wymuszają również akcjonariusze mniejszościowi na zarządach i akcjonariuszach większościowych [Kowerski, 2011, s. 80].

Sposób podziału zysku jest rozpatrywany również w zakresie działalności inwestycyjnej i ma wiele zalet w kontekście jej finansowania. Wiąże się to z takimi korzyściami, jak [Marcinek, 2006, s. 22]:

- zatrzymany zysk powiększa zdolność do finansowania inwestycji oraz wzmacnia jej zdolność do generowania zysku w przyszłości, co więcej, zatrzymany zysk zabezpiecza przedsiębiorstwo przed niedoinwestowaniem,
- zatrzymany zysk zmniejsza prawdopodobieństwo zwiększenia zadłużenia, występuje finansowanie rozwoju w większym stopniu kapitałem własnym, co sprzyja zmniejszeniu ryzyka finansowego.

Zróżnicowanie polityki dywidendy w poszczególnych przedsiębiorstwach jest oczywiste, ponieważ odmienne są przesłanki jej kształtowania w danej spółce w określonym czasie. Wpływ ma również faza cyklu rozwojowego przedsię-

biorstwa. Różnice w polityce dywidendy mogą wynikać np. z odmiennych możliwości przedsiębiorstwa w zakresie pozyskiwania źródeł finansowania. Kolejnym czynnikiem może być inny stopień rozwoju rynku kapitałowego, czyli różne możliwości dostępu do kapitału.

Instytucje ze względu na swoje potrzeby i wysokie udziały w kapitale spółki potrafią wymuszać na spółkach podwyższenie wskaźników wypłat dywidend (lub dążyć do ograniczenia wysokości wypłat). Skarb Państwa może być jednym z takich właścicieli. Dość często jest właścicielem większościowym. Najczęściej spółki te poprzednio były przedsiębiorstwami państwowymi, a następnie jednoosobowymi spółkami Skarbu Państwa. W przypadku gdy większościowym właścicielem jest Skarb Państwa, decyzja o realizacji polityki dywidendy może być uzależniona od potrzeb finansowych państwa oraz prowadzonej przez to państwo polityki budżetowej. Jednak spółka przed podjęciem decyzji realizacji polityki dywidendy weryfikuje, czy determinanty są wystarczające.

1.1. Czynniki decydujące o realizacji polityki dywidendy

Źródłem realizacji dywidendy jest wygoszodarowany w danym roku zysk netto, jak również mogą to być skumulowane zyski z poprzednich okresów. Wypłata dywidendy (jak również jej wysokość) zależy od wielu czynników, które można analizować w podziale na trzy grupy. Podział ten obejmuje: preferencje właścicieli, specyficzne cechy sfery realnej przedsiębiorstwa oraz ograniczenia wypłat. Tabela 1 przedstawia czynniki determinujące realizację wypłaty dla akcjonariuszy.

Tabela 1. Czynniki determinujące realizację wypłaty dla akcjonariuszy

Grupa czynników	Czynnik
Preferencje właścicieli	<ul style="list-style-type: none"> – potrzeby kapitałowe akcjonariuszy – postawa wobec ryzyka – struktura własnościowa
Specyficzne cechy sfery realnej przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> – polityka inwestycyjna – koszt finansowania zewnętrznego – dostępność i elastyczność źródeł finansowania – etap rozwoju przedsiębiorstwa – spread pomiędzy aktualną a docelową strukturą kapitału
Ograniczenia wypłat	<ul style="list-style-type: none"> – ograniczenia wynikające z przepisów prawnych – ograniczenia wynikające z umów pożyczkowych – ograniczenia związane z płynnością przedsiębiorstwa

Źródło: Łukasik, Błach [2016].

W tabeli 1 dla pierwszej grupy, jaką są preferencje właścicieli, uwzględniono potrzeby kapitałowe inwestorów oraz ich stosunek wobec ryzyka. Ważną rolę odgrywa również struktura własnościowa spółki oraz chęć zachowania kontroli przez dotychczasowych akcjonariuszy. W przypadku podjęcia decyzji o utrzymaniu obecnej struktury własności zarząd decyduje się na zatrzymanie zysku i wypłacenie niższej dywidendy niż nowej emisji akcji [Łukasik, Błach, 2016, s. 87].

Druga grupa czynników wpływająca na kształt polityki dywidendy wynika ze specyficznych cech sfery realnej przedsiębiorstwa. Decydującą rolę w tej grupie odgrywa polityka inwestycyjna spółki związana z potrzebami rozwojowymi. Spółki, które mają duże możliwości inwestycyjne, będą ograniczały wysokość wypłacenia dywidendy na rzecz zatrzymania zysku w spółce. Natomiast spółki mające ograniczone możliwości inwestycyjne będą skłonne realizować politykę dywidendy [Łukasik, Błach, 2016, s. 88].

Władze spółki mogą podjąć decyzję o rezygnacji z wypłacania dywidendy i zatrzymaniu całego wygoszparowanego zysku na swoje potrzeby z powodu braku wystarczającej dostępności, elastyczności oraz kosztu alternatywnego źródła kapitału. Znaczenie ma również możliwość zastępowania kapitału własnego kapitałem obcym. Zarząd charakteryzujący się awersją do ryzyka będzie preferował zwiększenie kapitałów spółki poprzez ograniczanie wysokości wypłacanej dywidendy, unikając w ten sposób zwiększania udziału długu w strukturze pasywów, a tym samym rezygnując z emisji nowych akcji [Łukasik, Błach, 2016, s. 88].

W grupie czynników wewnętrznych, wynikających z działalności przedsiębiorstwa, zwraca się również uwagę na fakt, iż polityka dywidendy zmienia się wraz z fazami rozwoju spółki. Wczesne etapy rozwoju spółki charakteryzują się brakiem wypłaty dywidendy gotówkowej. W fazie wzrostu, gdzie w spółce pojawiają się pierwsze zyski, przedsiębiorstwa mogą sobie pozwolić na wypłatę niskich dywidend gotówkowych oraz na przekazywanie dywidendy w postaci akcji. W kolejnej fazie, jaką jest faza ekspansji, występuje wzrost wypłacanej dywidendy przy jednoczesnej wypłacie dywidendy w postaci akcji. Natomiast spółki dojrzałe wypłacają dywidendę gotówkową na poziomie 40-60% zysków do podziału [Łukasik, Błach, 2016, s. 89].

Do ostatniej grupy czynników należy zaliczyć ograniczenia wynikające z umów pożyczkowych zawartych z wierzycielami, które zawierają dodatkowe klauzule ustalające graniczne poziomy wskaźników płynności i pokrycia, których przekroczenie umożliwia wypłatę dywidendy. Kolejną barierą jest zasada nienaruszalności kapitału zakładowego spółki, który służy ochronie interesów

wierzycieli. Jedynie dywidenda likwidacyjna może uszczuplać kapitał własny przedsiębiorstwa, który wiąże się z przestrzeganiem określonej procedury obniżania kapitału zakładowego spółki.

1.2. Formy realizacji polityki dywidendy

Do ostatniej grupy czynników należy zaliczyć ograniczenia wynikające z umów pożyczkowych zawartych z wierzycielami, które obejmują dodatkowe klauzule.

Transfer zysku do akcjonariuszy w firmie odpowiada szerokiemu ujęciu polityki dywidendy. Decyduje o nim zarząd lub właściciele spółki giełdowej. Przedmiotem dystrybucji mogą być środki pieniężne, akcje lub inne elementy majątku przedsiębiorstwa. W wąskim ujęciu polityka dywidendy obejmuje wszelkie decyzje związane z podziałem zysku wygospodarowanego w przedsiębiorstwie w danym roku obrotowym. Transfer ten może przybierać dwie formy – wypłaty dywidendy oraz wykupu akcji własnych. Ponadto formą transferu korzyści dla akcjonariuszy są również automatyczne plany reinwestycyjne dywidendy, świadczenia niepieniężne oraz opłaty licencyjne [Łukasik, Błach, 2016, s. 94].

W przypadku dywidendy pieniężnej akcjonariusze otrzymują środki pieniężne. Dywidenda ta może mieć charakter zwyczajny lub dodatkowy. Dywidenda zwyczajna jest realizowana zgodnie z przyjętą polityką dywidendową, nie przedstawia żadnych dodatkowych informacji. Natomiast dywidenda wypłacana w akcjach cechuje się tym, iż inwestorzy w ramach wypłaty zysku otrzymują nowo wyemitowane udziały w przedsiębiorstwie [Tuzimek, 2013, s. 176].

Operacja wykupu akcji własnych jest przeprowadzana w spółkach, w których występuje nadmiar środków pieniężnych, bez możliwości efektywnego wykorzystania w działalności operacyjnej lub inwestycyjnej. Skutki wykupu akcji własnych pozwalają ustalić optymalną strukturę kapitału oraz poprawiają wyniki finansowe firmy.

W konsekwencji umorzenia akcji inwestor traci udziały spółki w zakresie wyznaczonym przez umarzone walory. W sytuacji odpłatnego umorzenia, w zamian za akcje otrzymuje środki pieniężne, które może wykorzystać według swoich potrzeb.

2. Praktyczna weryfikacja

Skarb Państwa, będący wiodącym akcjonariuszem w poszczególnych spółkach (uwzględniając wystarczająco wysoki udział w głosach na Walnym Zgromadzeniu bądź uprzywilejowujące zapisy w statutach spółek), wpływa na decyzję o wysokości wypłacanych przez spółki dywidend. Skutki tych decyzji powinny być widoczne w przypadku spółek publicznych, w których są akcjonariusze mniejszościowi. W praktyce są to inwestorzy indywidualni oraz instytucje finansowe, które zdecydowały się zainwestować w częściowo sprywatyzowane przedsiębiorstwa.

Analiza wypłat dywidendy w spółkach publicznych w Polsce obejmuje wypłatę dywidendy w 2016 r. Zarówno lista spółek, jak i wysokość wypłacanej dywidendy zostały zidentyfikowane w przeważającej części na podstawie kalendarzy wypłat dywidend zawartych w Rocznikach Giełdowych. Stopy dywidendy dla spółek zostały ustalone na podstawie Biuletynów Rocznych GPW w Warszawie, Roczników Giełdowych oraz Ceduł Giełdy Warszawskiej.

W analizie wykorzystano spółki publiczne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych, które w 2016 r. zdecydowały się na wypłatę dywidendy. We wstępnej analizie dokonano podziału spółek kapitałowych ze względu na strukturę własnościową. Podział ten umożliwi weryfikację postawionych hipotez. Podczas podziału uwzględniono spółki w zależności od udziału Skarbu Państwa. Spółki zostały wyróżnione zgodnie z poniższym kryterium własnościowym:

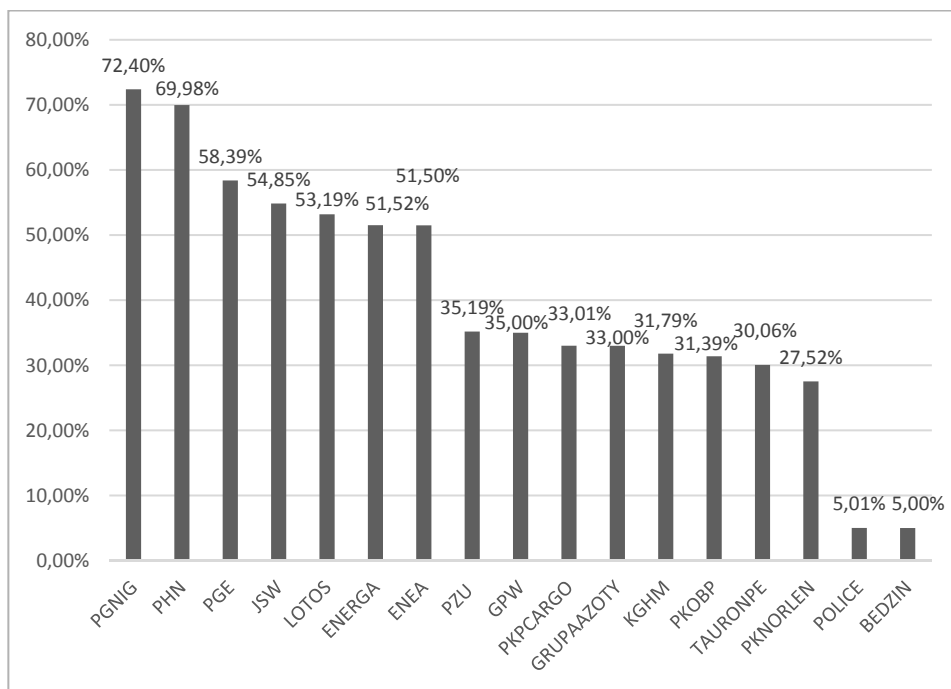
- I. Spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa.
- II. Spółki z przybliżoną proporcją (50% Skarb Państwa, 50% właściciele).
- III. Spółki z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa.
- IV. Spółki z prywatnymi właścicielami.

Spółki Skarbu Państwa to spółki, w których właścicielem jest Państwo. W pierwszej grupie w tabeli 2 wyróżniono te, w których większość udziałów ma Skarb Państwa – tzw. pakiet kontrolny. W marcu 2015 r. Skarb Państwa był udziałowcem prawie 400 przedsiębiorstw, w 2016 r. ponad 400 spółek [www 2].

Tabela 2. Spółki kapitałowe, które zostały wykorzystane w badaniu

Grupa	Spółki
I	PGNIG, PHN, PGE, JSW
II	LOTOS, ENERGA, ENEA, ZAKŁADY AZOTOWE PUŁAWY S.A.
III	PZU, GPW, PKPCARGO, GRUPAAZOTY, KGHM, PKOBP, TAURONPE, PKNORLEN, POLICE, BEDZIN
IV	EUCO, VOTUM, BETACOM, NTTSYTEM, ASSECOPOLAND

Źródło: Opracowanie własne.

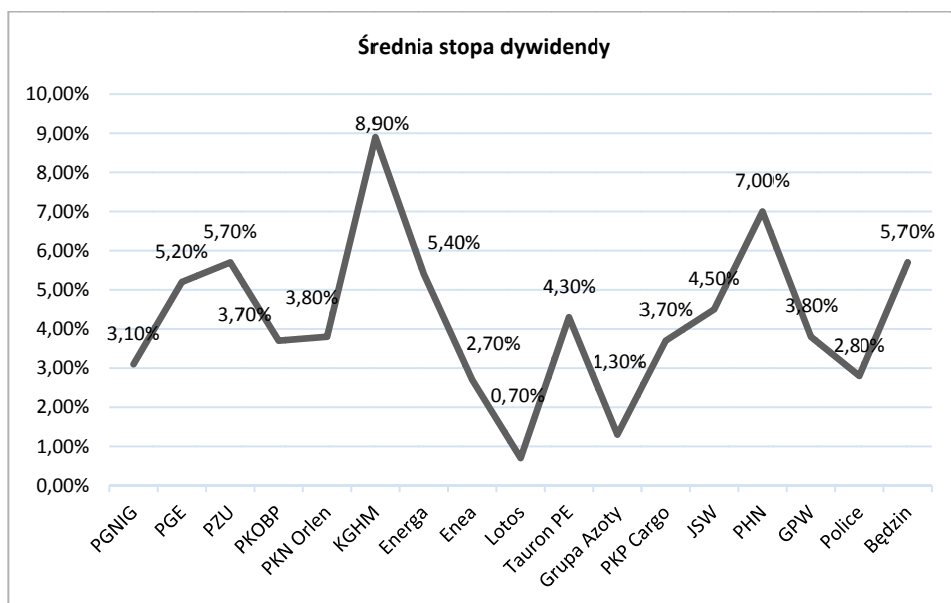


Rys. 1. Struktura własnościowa z uwzględnieniem udziału Skarbu Państwa dla grupy I-III

Źródło: [www 3].

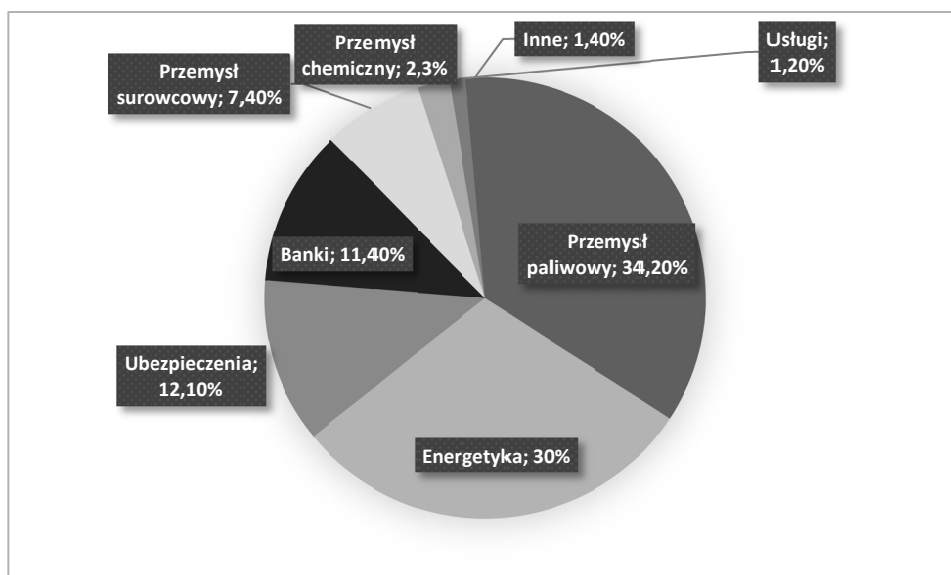
Rysunek 1 przedstawia strukturę własnościową spółek. Największy udział Skarb Państwa ma w spółkach PGNIG oraz PHN, co odpowiednio wynosi 72,4% oraz 69,98%. Kolejne spółki wahają się w przedziale od 51% do 59%. Są to takie przedsiębiorstwa, jak ENEA, ENERGA, LOTOS, JSW, PGE. Pozostałe spółki można podzielić na dwa przedziały: pierwszy to udział Skarbu Państwa oscylujący wokół 30%, natomiast kolejne wartości przyjmują 5% udziału Skarbu Państwa.

Na rysunku 2 przedstawiono średnią stopę dywidendy określoną na podstawie dywidendy na 1 akcję oraz ceny rynkowej w 2016 r. Jak widać, na średnią stopę dywidendy nie ma wpływu udział Skarbu Państwa, ponieważ występują dość duże wahania zarówno w stopie dywidendy, jak i udziale Skarbu Państwa. Większy wpływ na wysokość wypłacanej dywidendy ma sektor, w którym dana spółka funkcjonuje. W przypadku spółek surowcowych na wypłatę dywidendy ma wpływ cena notowania surowca. Niskie notowania miedzi stawiają pod presją wyniki KGHM. Podobnie jest w przypadku kopalni węglowych.



Rys. 2. Średnia stopa dywidendy dla analizowanych spółek

Źródło: [www 2].



Rys. 3. Przekrój sektorowy portfela Skarbu Państwa w 2016 r.

Źródło: [www 2].

W badaniu analizowano 17 spółek, w których udziały posiada Skarb Państwa. Niemal 70% portfela jest skupione wokół czterech największych spółek działających w przemyśle paliwowym (PGNiG), energetycznym (PGE), ubezpieczeniowym (PZU) i sektorze bankowym (PKO BP) – rys. 3. W dwóch pierwszych spółkach Skarb Państwa ma ponad 50% udziałów. W ujęciu sektorowym w portfelu Skarbu Państwa najwięcej spółek znajduje się właśnie w sektorze energetycznym oraz przemyśle paliwowym, czyli branżach kluczowych dla gospodarki.

W sektorze energetycznym wszystkie analizowane spółki miały w swoim akcjonariacie Skarb Państwa. Najczęściej udział ten przekraczał połowę, jedynie w spółce Tauron udział ten wyniósł 30,06%.

Z górnictwa tylko jedna spółka zdecydowała się na wypłatę dywidendy w 2016 r. Jest to KGHM. Dwie spółki, które również były brane pod uwagę, nie zdecydowały się na wypłatę – są to BOGDANKA oraz JSW.

Skarb Państwa posiada 32% udziału w akcjonariacie w spółce KGHM, natomiast największy udział mają pozostali inwestorzy. Jest to dość ryzykowne dla przedsiębiorstwa w przypadku sprzedaży znacznej liczby akcji na giełdzie i może skutkować gwałtownym spadkiem cen akcji.

Spółki z grupy IV mają zróżnicowaną strukturę własnościową. Z reguły posiadaczami akcji są właściciele, niewielki procent przypada inwestorom, co może skłonić spółkę do sporej wypłaty zysku netto za poprzedni rok. Inaczej sytuacja wygląda w Asseco Poland, gdzie pozostali inwestorzy mają aż 64% udziałów.

Zarówno spółki z kilkunastoletnim, jak i kilkuletnim doświadczeniem podejmują przemyślane decyzje o wypłacie dywidendy, zaczynają prowadzić politykę najczęściej stałej wypłaty dywidendy. Grupa ta nie jest liczna. Udział procentowy spółek wypłacających dywidendę swoim akcjonariuszom ustabilizował się na poziomie około 30%. Kryzys na świecie nieco ten wskaźnik obniżył do poziomu około 25%. W porównaniu do innych rynków finansowych jest to wynik przeciętny. Ze względu na sektor znaczący udział procentowy jest widoczny w sektorze finansowym. Większość banków decyduje się na wypłatę dywidendy.

Podsumowanie

Polityka dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie coraz bardziej upodabnia się do zachowań spółek na rozwiniętych rynkach kapitałowych. W Polsce coraz częściej można się spotkać z realizacją

polityki dywidendy w przedsiębiorstwie. Z roku na rok decyzje o realizacji podejmuje coraz więcej spółek.

W artykule zbadano, czy istnieje zależność pomiędzy udziałem Skarbu Państwa i sektorem co do realizacji polityki dywidendy. Dostrzeżono, iż istnieje zależność pomiędzy strukturą akcjonariatu i sektorem analizowanych spółek. Częściej na realizację polityki dywidendy decydowały się spółki, w których akcjonariuszami był sektor publiczny, czyli Skarb Państwa, jak również sektory kluczowe dla gospodarki, czyli przemysł paliwowy i energetyka. Co więcej, największą średnią stopą dywidendy cechowały się spółki z przemysłu surowcowego, na które wpływ miały również notowania surowców.

Znaczna część analizowanych spółek miała w akcjonariacie Skarb Państwa. Największy udział Skarbu Państwa w wybranych spółkach występuje w PGNIG oraz PHN, co odpowiednio wynosi 72,4% oraz 69,98%. Kolejne wartości, jakie przyjmują spółki, to przedział 51-59% oraz oscylacja wokół 30% oraz 5%.

Sektor, w jakim spółka się specjalizuje, również ma wpływ na udział Skarbu Państwa. W niektórych sektorach większość spółek miała w swoim akcjonariacie podmiot publiczny – przykładem może być sektor energetyczny. Natomiast sektor informatyczny cechuje się znikomym udziałem Skarbu Państwa w strukturze własnościowej spółki.

Dla akcjonariuszy reprezentujących sektor publiczny, czyli Skarb Państwa, jak również jednostki samorządu terytorialnego, dywidendy są źródłem zasilania budżetów państwa. W przypadku spółek, w których większościami akcjonariuszami były osoby fizyczne, dywidendy były wypłacane o wiele rzadziej w porównaniu do spółek mających w swym akcjonariacie Skarb Państwa. Dane wskazują na pewne związki pomiędzy strukturą akcjonariatu a polityką dywidendową, jak również sektor, w jakim spółka działa.

Literatura

- Frankfurter G.M., Wood Jr. B.G. (2002), *Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests*, "International Review of Financial Analysis", Vol. 11, Iss. 2, s. 111-138.
- Horbaczewska B. (2012), *Wyплаты dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, "Review of Economics and Statistics", Vol. 44, No. 3, s. 97-113.

- Łukasik G., Błach J. (2016), *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Marcinek K. (2006), *Związki pomiędzy inwestycjami, polityką dywidendy oraz wartością spółki – wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice.
- Śliwa J., Wymysłowski S. (2007), *Jak oceniać standing finansowy przedsiębiorstwa?* [w:] W. Szczęsny (red.), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H.Beck, Warszawa.
- Thomsen S., Pedersen T. (2000), *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, "Strategic Management Journal", Vol. 21, No. 6, s. 689-705, [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y).
- Tuzimek R. (2013), *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo Bankowe. Dz.U z 2002 r. Nr 72, poz. 665.
- [www 1] https://www.gpw.pl/statystyki_roczne.
- [www 2] <http://www.sii.org.pl/9409/edukacja-i-analazy/akcjonariusz/gieldowe-spolki-skarbu-panstwa-w-pigulce.html>.
- [www 3] <https://strefainwestorow.pl/artykuly/dywidendy/20160606/ktore-spolki-skarbu-panstwa-moga-wyplacic-w-2016-roku-dywidende-wyzsza>.

REALIZATION OF DIVIDEND POLICY IN CAPITAL COMPANIES – SHAREHOLDING STRUCTURE AND SECTORAL DIVERSIFICATION

Summary: The aim of the article is to verify whether ownership structure and the sector in which company operates influences on taking decision concerning dividend payment. Judging on selected companies it has been proved that companies with State Treasury as the owner are prone to make decision about dividend payment. Sector in which company operates also has influence on dividend payment. As proven in article a lot of companies decide to realize dividend with State Treasury as the owner (for example PGNIG and PHN to name just a few). As a result of this tendencies income from dividend is the power source of national budget for public sector represented by State Treasury and entities of local governments. Although still it is more common that dividend is paid by companies which work in industries related to energetic and raw materials sector.

Keywords: dividend, shareholding structure, dividend policy.