



Bartłomiej Jabłoński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
bartlomiej.jablonski@ue.katowice.pl

Karina Kuczowic

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
karina.kuczowic@ue.katowice.pl

POLITYKA DYWIDEND POLSKICH SPÓŁEK SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2007-2016 – WYNIKI BADAŃ

Streszczenie: Artykuł odnosi się do problematyki wypłaty dywidend przez spółki, których jednym z akcjonariuszy jest Skarb Państwa i które jednocześnie są komponentami indeksu WIG20. Opisano w nim problematykę konfliktu interesów, w którym z jednej strony akcjonariusz – Skarb Państwa – jest zainteresowany uzyskaniem wysokiej dywidendy celem sfinansowania potrzeb budżetu państwa, a z drugiej strony spółka ma istotne potrzeby inwestycyjne. Celem badań jest ukazanie specyfiki polityki dywidend spółek z udziałem Skarbu Państwa w odniesieniu do polityki spółek publicznych pozostających poza bezpośrednim wpływem Skarbu Państwa. Wyniki badań wskazują na wyższą skłonność spółek Skarbu Państwa do wypłaty dywidend oraz zależność wypłat od bieżącej sytuacji budżetu.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, Skarb Państwa, stopa dywidendy, stopa wypłaty dywidendy.

JEL Classification: G32, G35, O16.

Wprowadzenie

Struktura akcjonariatu oraz rodzaj znaczącego akcjonariusza są wskazywane w literaturze jako jedne z czynników determinujących wysokość wypłacanych dywidend. Okazuje się jednak, że nie tylko wpływają one w istotny sposób na możliwość wypłaty dywidend przez spółkę, ale również na podejście mniejszościowych akcjonariuszy do inwestycji w ten podmiot na giełdzie papierów wartościowych. Potwierdzają to badania przeprowadzone m.in. przez następują-

cych autorów: Kowalewski, Stetsyuk i Talavera [2007], Damodaran [2007] oraz Gugler, Yurtoglu [2003].

Celem artykułu jest prezentacja badań nad specyfiką polityki dywidend spółek, których jednym z akcjonariuszy jest Skarb Państwa. Zamiarem autorów było określenie atrakcyjności inwestycji w te spółki z punktu widzenia stopy dywidendy, stopy wypłaty dywidendy oraz deklaratywnej i faktycznie realizowanej polityki dywidend. Przyjęto przy tym następującą hipotezę: spółki Skarbu Państwa są bardziej skłonne do wypłaty dywidend niż pozostałe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, co przejawia się większą regularnością wypłat i wyższą stopą wypłaty dywidendy. Analiza objęła spółki zaliczane do indeksu WIG20 na dzień 31 grudnia 2015 r. W toku badań przeprowadzono analizę porównawczą polityki dywidend spółek Skarbu Państwa i spółek pozostałych. Badania objęły lata 2007-2016.

Badania przebiegały w następujących etapach:

1. Opis i analiza deklarowanej przez spółki polityki dywidend (według stanu na wrzesień 2016 r.).
2. Analiza i identyfikacja determinant stopy wypłaty dywidendy (DPR) badanych spółek.
3. Analiza kształtowania się stopy dywidendy (DY) badanych spółek.

1. Polityka dywidend a konflikt pomiędzy grupami interesu spółki

Oczekiwania akcjonariuszy spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych są zogniskowane przede wszystkim na wysokości stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, która jest zdeterminowana zmianami kursów akcji oraz poziomem wypłaconych dywidend. Wzrost cen notowań wynika z nadwyżki popytu nad podażą zgłaszanego ze strony inwestorów. Z kolei poziom wypłaconych dywidend – zgodnie z regulacjami prawnymi – nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwotę tę należy pomniejszyć o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub rezerwowe [Ustawa Kodeks Spółek Handlowych, 2000, par. 1]. Walne zgromadzenie akcjonariuszy wyznacza dzień¹,

¹ Jest to tzw. dzień przyznania prawa do dywidendy.

według którego ustala się listę akcjonariuszy uprawnionych do dywidendy za dany rok obrotowy. Natomiast dywidendę spółka wypłaca w dniu określonym w uchwale walnego zgromadzenia.

Zysk osiągnięty za dany rok obrotowy oraz uwarunkowania prawne regulujące możliwy poziom podziału tego wyniku to podstawowe determinanty polityki dywidend. Inną determinantą, szczególnie związaną z problematyką konfliktów interesu, jest struktura akcjonariatu spółki. Zależy ona od stopnia kontroli spółki przez akcjonariuszy mniejszościowych. Z przeprowadzonych badań wynika, że w przypadku gdy funkcja właścicielska jest oddzielona od menadżerskiej, to im większa kontrola akcjonariuszy mniejszościowych nad decyzjami zarządów, tym wyższe wypłaty dywidendy [Damodaran, 2007, s. 1024]. Prawdopodobieństwo wypłaty dywidend maleje natomiast w sytuacji, gdy jeden z akcjonariuszy posiada akcje uprzywilejowane co do prawa głosu² [Kowalewski, Stetsyuk, Talavera, 2007, s. 60-86; Gugler, Yurtoglu, 2003, s. 731-758]. G. Łukasik [2010, s. 71] wskazuje, że polityka dywidend może być źródłem konfliktów pomiędzy grupami interesów – przedsiębiorstwem jako płatnikiem dywidend, aktualnymi oraz nowymi akcjonariuszami. Wypłaty dywidend powinny wynikać ze spójnej strategii, w której z jednej strony uwzględnia się potrzeby rozwojowe spółki, a z drugiej oczekiwania inwestorów.

Warto jednak spojrzeć na ten problem z nieco szerszej perspektywy i uwzględnić również kierownictwo, pracowników niższego szczebla, wierzycieli czy też państwo (niezależnie, czy jest akcjonariuszem, czy tylko odbiorcą podatku dochodowego). Zróżnicowanie interesariuszy uczestniczących w rozwoju spółki wynika z odmiennych korzyści, jakie uzyskują w trakcie rozwoju podmiotu. Wierzyciele, kierownictwo oraz pozostali pracownicy są zainteresowani wypłacalnością przedsiębiorstwa, zdolnością do obsługi kapitału obcego oraz wypłatami wynagrodzeń i dodatkowych form wynagrodzenia. Akcjonariusze poza wzrostem cen akcji oraz dywidendą są zainteresowani metodami wynagradzania zarządu za realizowane działania zmierzające do wzrostu wartości spółki. Oczekiwania akcjonariuszy odnoszą się również do rzetelnych informacji o stanie i perspektywach emitenta, w tym ogłaszanych prognozach finansowych. Bardziej interesują ich informacje dotyczące przyszłości niż historii, stąd bardzo źle przyjmują niewykonanie prognoz w zakresie uzyskanego wyniku finansowego czy też wypłaconych dywidend. Z punktu widzenia akcjonariuszy najważniejszy jest faktycznie osiągnięty wynik finansowy netto. Są oni również zainteresowani

² W Polsce zgodnie z art. 351 § 2 KSH uprzywilejowanie w zakresie głosu nie dotyczy spółki publicznej.

przyszłymi, przewidywalnymi wynikami spółki oraz wysokim stopniem realizacji prognoz finansowych [Bielecki i Pawłowicz (red.), 2015, s. 354]. Państwo z kolei, jeśli nie uzyskuje korzyści jako akcjonariusz spółki, będzie zainteresowane wynikiem finansowym przed opodatkowaniem, na podstawie którego jest obliczany należny podatek dochodowy. Skarb Państwa jawi się w takiej sytuacji jako specyficzny akcjonariusz, ponieważ z jednej strony uzyskuje wpływ do swojego budżetu jako strumień podatkowy, a z drugiej strony dodatkowy strumień wypłacanych dywidend. Badania przeprowadzone przez M. Wypycha [2015, s. 790] wskazują, że najczęściej dywidendy wypłacały spółki, w których Skarb Państwa ma udziały.

Ponadto Skarb Państwa może uzyskiwać wpływy ze spółek na podstawie innych podatków, które zmniejszają możliwości wypłaty dywidend. Jako przykład można wskazać podatek od wydobycia niektórych kopalin³, obowiązujący w Polsce od 18 kwietnia 2012 r. [Ustawa Podatek od wydobycia niektórych kopalin, 2013]. Tego typu podatki mogą być traktowane jako specyficzna dywidenda (jeśli Skarb Państwa jest akcjonariuszem płatnika tego typu podatków), która przynależy się jednemu akcjonariuszowi niezależnie od jego udziału w strukturze akcjonariatu, a istotnie zmniejsza możliwości wypłaty dywidend na rzecz pozostałych akcjonariuszy spółki.

Jeśli w spółce występuje rozdzielenie funkcji kierowniczej od właścicielskiej, może nastąpić konflikt interesów pomiędzy zarządem a akcjonariuszami. Zatrzymanie gotówki w przedsiębiorstwie dla realizacji celów zarządu (np. uzyskanie premii, jeśli jest uzależniona od zysku – wpływ na wynik finansowy w krótkim terminie lub uzależniona od ceny akcji – skup akcji na otwartym rynku po zawyżonych cenach) może stać w opozycji do oczekiwań akcjonariuszy co do otrzymania dywidend. Zarząd również niechętnie wypłaca dywidendy w sytuacji, gdy zatrzymane środki może przekazać na inwestycje. Tym samym ogranicza nowe emisje akcji i ryzyko zmiany zarządu przez nowych akcjonariuszy. Efekt ten często jest nazywany konfliktem pełnomocnictwa (agencji) [Horbaczewska, 2012, s. 101; Cwynar i Cwynar, 2007, s. 140-141]. Podobnie źródłem konfliktu może być nadmierne zadłużenie spółki, które istotnie ograniczy zdolność podmiotu do wypłacania dywidend [Hawawini i Viallet, 2007, s. 445-446].

Konflikt interesów można wskazać również wśród samych akcjonariuszy. Część z nich preferuje zyski kapitałowe uzyskane na podstawie zbycia akcji. Według nich spółka powinna efektywnie reinwestować wypracowany zysk i za-

³ Podatek ten obciąża m.in. jedną ze spółek Skarbu Państwa będącą komponentem indeksu WIG20 – KGHM S.A.

niechać lub istotnie zmniejszyć wypłaty dywidend, przez co wzrośnie wartość samego podmiotu, a w ślad za tymi zmianami wzrosną ceny akcji. Zapłacą oni przez to podatek na końcu inwestycji, tzn. po zbyciu akcji. Druga grupa uważa, że wypłacone dywidendy to pewny kapitał uzyskiwany co roku lub częściej, nawet jeśli podatek jest płacony przez emitenta, a na rachunek inwestorów wpływa dywidenda po opodatkowaniu. Zakładają oni, że mogą sami podjąć decyzję, czy otrzymane dywidendy konsumują, czy reinwestują w akcje spółki, która dywidendę wypłaciła. Dla tej grupy inwestorów istotne jest, że część zysku została wypłacona i niekoniecznie jest przekazywana na nieefektywne inwestycje w spółce.

Uwzględniając dylematy związane z poziomem wypłaty dywidend oraz konfliktem różnych grup interesu spółek z udziałem państwa, Ministerstwo Skarbu Państwa ogłasza w każdym roku ogólne wytyczne gospodarowania kapitałami własnymi jednoosobowych spółek Skarbu Państwa oraz spółek z większościami jego udziałem. Zasady te obejmują również te spółki, w których Skarb Państwa posiada pakiet mniejszościowy, ale ze względu na strukturę akcjonariatu odgrywa rolę dominującą. Odnoszą się one m.in. do ogólnych zasad wypłaty dywidend w przypadku spółek Skarbu Państwa [www 1]. Zgodnie z wytycznymi, uwzględniając wynik finansowy oraz stosując indywidualne podejście, należy się odnieść do długoterminowych i krótkoterminowych dywidendowych oczekiwań akcjonariuszy. Dlatego w szczególności przy podejmowaniu decyzji podziału wyniku finansowego są brane pod uwagę:

- potrzeby kapitałowe spółki oraz struktura jej kapitału, w tym konieczność dokonania odpisów na kapitały spółki zgodnie z Kodeksem Spółek Handlowych i umową/statutem spółki,
- konieczność pokrycia nierozliczonej straty z lat ubiegłych,
- realizowane projekty inwestycyjne, ze szczególnym uwzględnieniem działań innowacyjnych, wynikające z długookresowej strategii zaopiniowanej pozytywnie przez Radę Nadzorczą lub innych szczegółowych dokumentów, np. planu rozwoju, programu restrukturyzacji, biznesplanu przedsięwzięcia itp.,
- poziom zadłużenia spółki,
- w przypadku instytucji finansowych — uwzględnienie rekomendacji i indywidualnych zaleceń Komisji Nadzoru Finansowego [www 1, s. 9].

Zalecenia zawarte w dokumencie wskazują również, że dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, w których Skarb Państwa posiada udział większościowy, Walne Zgromadzenie/Zgromadzenie Wspólników [www 1, s. 9-11]:

- odstępuje od poboru dywidendy, gdy suma strat z lat poprzednich wykazana w bilansie spółki jest wyższa od kwoty osiągniętego zysku netto za rok obrotowy,
- może odstąpić od poboru dywidendy w całości lub znacznie ją ograniczyć:
 - w sytuacji realizacji przez spółkę określonej strategii inwestycyjnej, w szczególności gdy organy spółki wnioskuje o przeznaczenie całości lub części zysku netto na kapitał zapasowy lub kapitał rezerwowy, z wyraźnym wskazaniem na konkretne projekty i zadania innowacyjne oraz rozwojowe,
 - podczas realizacji przez spółkę akwizycji, szczególnie wynikających z przyjętej strategii,
- może odstąpić od poboru dywidendy w całości, gdy w danym roku obrotowym zysk jest wynikiem aktualizacji wyceny wartości aktywów lub rozwiązania rezerw.

Dodatkowo wskazuje się, że dla spółek Skarbu Państwa wysokość dywidendy ustala się z uwzględnieniem wskaźników rentowności, płynności, zadłużenia, przede wszystkim takich jak ROE, ROA, wskaźnik płynności bieżącej, wskaźnik EBITDA oraz wskaźnik zadłużenia liczonego jako dług netto⁴/EBITDA [www 1, s. 10]. Zarząd spółek, w których Skarb Państwa posiada udział większościowy, powinien szczególnie rekomendować dywidendy, gdy znaczna część zysków spółki wynika z działania czynników zewnętrznych (np. w przypadku spółek surowcowych – jeśli wzrost zysków wynikał w zdecydowanej części nie z działalności zarządów spółek, lecz ze wzrostu cen surowców). Czynnikiem przemawiającym za zwiększeniem dywidendy jest także brak strategii rozwoju spółki lub niepełna realizacja planów inwestycyjnych, przy czym żaden z powyższych wskaźników nie stanowi samoistnej przesłanki za obniżeniem lub podwyższeniem poziomu dywidendy.

Z kolei uwzględniając specyfikę branżową, zgodnie z dokumentem w przypadku:

- banków wysokość dywidendy powinna być ustalona z uwzględnieniem wskaźników adekwatności kapitałowej rekomendowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego,
- instytucji ubezpieczeniowych wysokość dywidendy powinna być ustalana z uwzględnieniem wskaźnika pokrycia wymagań kapitałowych określonego przez Komisję Nadzoru Finansowego [www 1, s. 10].

⁴ Dług netto to zobowiązania długoterminowe (zadłużenie spółki jak kredyty, pożyczki lub dłużne papiery wartościowe) pomniejszone o środki pieniężne.

W wytycznych wskazano jednak, że żaden z powyższych wskaźników nie stanowi samoistnej przesłanki do obniżenia lub podwyższenia poziomu dywidendy, a jest jedynie pomocą w podejmowaniu decyzji przez Departament sprawujący nadzór właścicielski.

Jak wskazuje praktyka, w zakresie wypłaty dywidend przez podmioty notowane na giełdach papierów wartościowych, w przypadku nie każdej spółki oficjalnie ogłaszana polityka dywidend przyciąga inwestorów lokujących środki finansowe w długim terminie. Często negatywny sentyment wynika wprost z działań zarządu, który jest nierzetelny w zakresie notorycznego braku realizacji prognoz finansowych lub ich częstych korekt w dół, ale również w zakresie niewypłacania dywidend pomimo takich deklaracji. Unikanie przez inwestorów określonej grupy spółek może być również spowodowane specyfiką struktury akcjonariatu, w której państwo posiada określony udział, i może wpływać na zbyt wysoki poziom wypłacanych dywidend, nieadekwatnych do możliwości finansowych spółki, lub istotnie je zmniejszać poprzez wprowadzanie dodatkowych obciążeń podatkowych.

2. Dywidendy w spółkach z udziałem Skarbu Państwa i w pozostałych spółkach – analiza porównawcza

Celem prezentowanych badań było określenie różnic pomiędzy podejściem do polityki dywidend spółek z udziałem Skarbu Państwa oraz spółek, których akcji Skarb Państwa nie posiada. Za przedmiot badań przyjęto spółki wchodzące w skład indeksu WIG20 na koniec 2015 r., natomiast za okres badań przyjęto lata 2007-2015. Przy takich założeniach badania objęły też wypłaty dywidendy z zysku za 2015 r. dokonane w 2016 r. Okres badań uwzględnia więc 2007 r., kiedy rynek akcji GPW nadal się rozwijał, a podstawowe wskaźniki rozwoju tego rynku, takie jak kapitalizacja, obroty i liczba notowanych spółek, znacznie wzrosły [Rozwój systemu..., 2007, s. 203]. W kolejnym roku rozwój rynku akcji na GPW był determinowany przez nasilający się globalny kryzys finansowy. Poważne zaburzenia w wielu segmentach światowego rynku finansowego spowodowały odpływ kapitału z rynków akcji, odzwierciedlony w silnym spadku cen tych instrumentów [Rozwój systemu..., 2008, s. 223]. Zapoczątkowane w lipcu 2007 r. silne spadki cen akcji na GPW utrzymywały się do połowy lutego 2009 r., po czym tendencja spadkowa cen akcji została wyhamowana.

Spośród spółek z indeksu WIG20 na koniec 2015 r. aż 9 stanowiły spółki z udziałem Skarbu Państwa. Były to: PKO BP, PKN Orlen, PZU, PGE, KGHM,

PGNiG, Tauron, Energa oraz ENEA. Największy udział Skarbu Państwa występował w PGNiG (70,83%), następnie w spółkach: PGE (58,39%), Energa (51,52%), ENEA (51,50%), PZU (34,19%), KGHM (31,79%), Tauron (30,06%), PKO BP (29,43%) oraz PKN Orlen (27,52%)⁵. Cztery z tych spółek były notowane na GPW przez cały okres przyjęty do badań. Pięć kolejnych wchodziło na giełdę w latach 2009-2013. Były to: ENEA (IPO w 01.2009 r.), PGE (12.2009 r.), PZU (05.2010 r.), Tauron (06.2010 r.) oraz Energa (12.2013 r.). Natomiast spośród pozostałych spółek tylko dwie rozpoczęły funkcjonowanie na GPW w analizowanym okresie. Były to: Cyfrowy Polsat (05.2008 r.) oraz Alior (12.2012 r.)⁶.

Tabela 1. Deklaratywna polityka dywidend analizowanych spółek z udziałem Skarbu Państwa i pozostałych

Spółki	Brak deklarowanej polityki	Polityka bez konkretnych wskazań	Wskazanie czynników determinujących wypłatę	Wskazania parametrów uzasadniających wypłatę	Wskazanie górnej granicy wypłaty	Wskazanie przedziału lub dolnej granicy wypłaty	Ocena ważona					
								Waga				
								0	1	2	3	4
Z udziałem Skarbu Państwa	0	0	0	1	1	7	4,67					
Bez udziału Skarbu Państwa	1	3	2	1	1	3	2,64					
Łącznie	1	3	2	2	2	10	3,55					

Źródło: Opracowanie własne.

Komunikacja z inwestorami w zakresie polityki dywidend jest ważnym elementem relacji inwestorskich. W tym obszarze spółki z udziałem Skarbu Państwa wykazują o wiele większą dbałość o inwestorów niż pozostałe spółki. Praktycznie każdą spółkę z tej pierwszej grupy można w tym względzie ocenić pozytywnie. Wszystkie spółki Skarbu Państwa zaliczane do WIG20 przekazują inwestorom informację o zamiarach w zakresie wypłat dywidend (tabela 1). Prawie połowa z nich (4 z 9) określa w deklarowanej polityce dywidend przedział, w ramach którego powinna się mieścić wypłata dywidendy w najbliższych latach, przy czym przedział ten odnosi się do udziału dywidendy w wypracowanym zysku. Innymi słowy, spółki wyznaczają pewien prognozowany zakres stopy wypłaty dywidendy. Zazwyczaj podawany przedział oscyluje wokół 50% i tylko w jednym przypadku jest mało precyzyjny (PZU podaje przedział

⁵ Dane na 09.2016 r.

⁶ Dane z www.gpw.pl.

50-100%). Trzy kolejne spółki tej grupy określają minimalną stopę wypłaty dywidendy lub w inny sposób ustalają wielkość wypłat. PKN Orlen dla przykładu określa dywidendę w stosunku do kapitalizacji spółki. Również dwie pozostałe spółki z udziałem Skarbu Państwa ustalają politykę dywidend parametrycznie – przez podanie maksymalnego pułapu wypłaty (KGHM) lub wskazując na konieczność zachowania określonych wielkości wskaźników (PKO BP).

Na tym tle największe spółki prywatne jawią się jako podmioty niezbyt dbające o inwestorów, oczywiście w obszarze komunikacji polityki dywidend. Ponad połowa z nich (6 z 11) nie wskazuje żadnych parametrów wypłaty dywidendy. Cztery z badanych spółek nie przekazują żadnej merytorycznej informacji o stosowanej polityce dywidend, z czego trzy ograniczają się do stwierdzenia, że o wysokości dywidendy decyduje WZA. Dwie kolejne określają czynniki brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji dywidendowych, w szczególności konieczność zaspokojenia potrzeb kapitałowych, zachowania płynności czy długoterminowego wzrostu wartości. Konkretną informację o przedziale lub dolnej granicy stopy wypłaty dywidendy podają trzy spółki (CCC, Eurocash i Asseco).

Skonstruowana na potrzeby badań syntetyczna ocena deklarowanej polityki dywidendy wyraźnie wskazuje na bardziej rzetelne podejście spółek Skarbu Państwa do omawianego obszaru komunikacji z inwestorami. Nadając umowne wagi wyróżnionym typom opisu polityki dywidend, obliczono średnią ważoną ocen dla obu grup spółek. Wskaźnik dla spółek Skarbu Państwa jest o 77% wyższy od wskaźnika dla grupy pozostałych spółek.

Tabela 2. Liczba badanych spółek wypłacających dywidendy za lata 2007-2015

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liczba spółek z udziałem Skarbu Państwa notowanych w danym roku na GPW	4	5	7	8	8	8	9	9	9
Liczba spółek z udziałem Skarbu Państwa wypłacających w danym roku dywidendę	4	4	6	7	6	8	9	8	6
Liczba pozostałych spółek notowanych w danym roku na GPW	10	10	10	10	10	11	11	11	11
Liczba spółek pozostałych wypłacających dywidendę	6	5	8	8	8	9	10	7	7

Źródło: Opracowanie własne.

Realną politykę dywidend spółek można określić przez zestawienie wysokości, regularności i dynamiki faktycznych (nie: deklarowanych) wypłat dla inwestorów. W tabeli 2 zamieszczono dane dotyczące liczby spółek wypłacają-

cych dywidendy za lata 2007-2015 z podziałem na spółki z udziałem Skarbu Państwa oraz pozostałe spółki wchodzące w skład indeksu WIG20. Spółki z udziałem Skarbu Państwa sporadycznie nie wypłacały dywidend, podczas gdy w pozostałych spółkach zdarzało się to stosunkowo często. W przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa trzykrotnie (za lata 2007, 2012 i 2013) wskaźnik liczby spółek wypłacających dywidendy wynosił 100%, a średni wskaźnik za wszystkie badane lata 87,1%. W grupie pozostałych spółek wskaźnik ten był w każdym roku niższy od 100%, a przeciętnie wyniósł 72,2%.

Spośród spółek z udziałem Skarbu Państwa we wszystkich analizowanych latach dywidendy wypłacała tylko jedna spółka – KGHM. Tylko za jeden rok (2011) nie wypłaciła dywidendy spółka PGNiG. W grupie pozostałych spółek we wszystkich analizowanych latach wypłacały dywidendy dwie spółki: Asseco oraz Orange. Alior po wejściu na GPW (w 12.2012 r.) nie wypłacił dywidendy ani razu.

Na rozwiniętych rynkach kapitałowych inwestorzy analizują stopień atrakcyjności lokaty swego kapitału na podstawie wysokości wypłacanej dywidendy i regularności jej wypłacania [Dębski, 2014, s. 212]. Podczas analizy wysokości wypłacanej dywidendy przypadającej na jedną akcję zwraca uwagę ich zmienność. Spośród badanych spółek w latach 2008-2016 jedynie dywidendy wypłacane przez Asseco miały trend rosnący w całym okresie. Na uwagę zasługuje również spółka Orange, która w latach 2008-2012 wypłacała dywidendę na stałym poziomie (1,50 zł/akcję), po czym wypłacana dywidenda została obniżona do 0,50 zł/akcję i przez trzy kolejne lata była utrzymywana na tym poziomie. W 2016 r. została obniżona do 0,25 zł/akcję. O ile w przypadku spółek prywatnych można zauważyć pewne trendy dotyczące wypłacanych dywidend, o tyle zdecydowanie trudne jest to w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa. Bardzo dużą zmiennością charakteryzowały się dywidendy wypłacane przez spółkę KGHM. Dywidendy wypłacane na jedną akcję znajdowały się w przedziale od 1,50 zł/akcję do 28,34 zł/akcję⁷.

O efektywności polityki dywidend spółki, z punktu widzenia inwestora, poza stałością wypłat decyduje wielkość zysku przeznaczanego do podziału oraz relacja dywidendy na akcję (DPS) do aktualnej ceny rynkowej akcji, czyli stopa dywidendy. Łączna kwota dywidendy w relacji do wypracowanego za miniony rok zysku netto jest określana jako stopa (wskaźnik) wypłaty dywidendy (DPR).

⁷ Na takie zróżnicowanie dywidendy KGHM miała wpływ duża zmienność zysku podążająca za znacznymi zmianami cen miedzi na rynkach światowych. W analizowanym okresie najniższe ceny miedzi występowały pod koniec 2008 r., natomiast najwyższe na przełomie 2010 i 2011 r.

Nie można wskazać istotnych różnic między proporcjami podziału zysku w spółkach Skarbu Państwa i w pozostałych spółkach (tabeli 3). W analizowanym okresie średnie stopy wypłat dywidendy w spółkach Skarbu Państwa wahały się pomiędzy 30,38% a 67,11%, podczas gdy w pozostałych spółkach średnia ta zawierała się pomiędzy 44,98% a 69,86%.

Tabela 3. Średnie stopy wypłat dywidend dla badanych grup spółek za lata 2007-2015 (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Średnia stopa wypłaty dywidendy									
Spółki z udziałem Skarbu Państwa	41,15	52,98	56,93	59,82	43,77	67,11	56,47	38,86	30,38
Pozostałe spółki	63,26	66,02	47,07	69,86	47,12	59,00	61,92	44,98	47,30
Średnia stopa wypłaty dywidendy z pominięciem spółek niewypłacających dywidendy									
Spółki z udziałem Skarbu Państwa	41,15	70,64	68,32	68,37	50,02	67,11	56,47	52,12	56,84
Pozostałe spółki	101,22	118,84	52,96	87,33	60,58	72,11	68,11	70,69	67,57
Pozostałe spółki bez Orange	65,49	52,24	52,00	71,83	53,78	74,2	70,57	63,18	57,55
Wzrost PKB	7,0	4,2	2,8	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,9
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w % PKB)	1,9	3,6	7,3	7,3	4,8	3,7	4,1	3,4	2,6

Źródło: Opracowanie własne i dane GUS.

Inaczej przedstawia się sytuacja, gdy ograniczy się analizę do spółek wypłacających dywidendę. Spółki, w których Skarb Państwa nie posiadał udziałów, częściej rezygnowały z wypłaty dywidendy, dlatego obliczone dla tej grupy średnie wskaźniki wypłaty dywidendy znacząco przewyższają wskaźniki dla spółek Skarbu Państwa. W tabeli 3 przedstawiono dwie wersje tych wskaźników, w drugim przypadku pominięto dane ze spółki Orange. Spółka ta wielokrotnie w badanym okresie wypłacała znaczną dywidendę z kapitału zapasowego, przez co jej stopa wypłaty dywidendy sięgała nawet 385% (za 2008 r.). Z tego powodu obliczono też wskaźniki pomijające zaburzenia średniej wywołane przez tę spółkę. Nawet jednak po takiej korekcie średniego wskaźnika dla grupy pozostałych spółek widoczna jest ich wyższa skłonność do podziału zysku. Biorąc pod uwagę wskaźniki dla całych populacji w obu grupach spółek, należy zauważyć, że spółki nieznajdujące się pod nadzorem Skarbu Państwa częściej rezygnują z wypłaty dywidendy, ale jeśli ją wypłacają, to z reguły przeznaczają na wypłatę większą część zysku, niż ma to miejsce w spółkach Skarbu Państwa.

Analizując wskaźniki wypłaty dywidendy dla poszczególnych spółek, można zauważyć ich zróżnicowanie. Z reguły przyjmowały wartość $100\% < \text{DPR} < 0\%$. W przypadku niektórych spółek wskaźniki te przyjmowały wartości ponad

100%, co oznacza, że na wypłatę dywidendy przeznaczono nie tylko zysk wypracowany w danym roku obrotowym, ale także część zysków z lat poprzednich. Sytuacja taka wystąpiła aż sześciokrotnie w spółce Orange (za: 2007, 2008, 2010, 2011, 2014 i 2015 r.), gdy wypłacona dywidenda przekraczała wypracowany zysk netto. Wypłacona dywidenda za 2007 r. tylko w 40,16% pochodziła z zysku netto, pozostałą część stanowił kapitał zapasowy. Za 2008 r. jeszcze większą część wypłaconej dywidendy stanowił kapitał zapasowy (74,51%). Dywidenda wypłacona za 2010 r. w prawie 50% pochodziła z kapitału zapasowego. Ponadto wskaźnik DPR wynosił ponad 100% w spółkach: PEKAO (za 2007 r.), CCC (za 2012 r.), Synthos (za 2012 r.). Wśród spółek z udziałem Skarbu Państwa tylko w pojedynczych przypadkach wypłacana dywidenda przekraczała 100% zysku netto. Taka sytuacja wystąpiła w spółkach: Tauron (za 2010 r.) i PGE (za 2012 r.).

W omawianym okresie odnotowano również przypadki wypłacania dywidendy pomimo poniesionej straty. Z grupy spółek z udziałem Skarbu Państwa były to: PKN Orlen (za 2014 r.) i KGHM (za 2015 r.). Zarówno w PKN Orlen, jak i KGHM dywidenda została wypłacona z kapitału zapasowego. Z grupy pozostałych spółek, pomimo poniesionej straty, dywidendę wypłacał Synthos (za 2011 r.). Dywidenda została wypłacona z kapitału zapasowego.

W poszukiwaniu czynników wpływających na wypłatę dywidend w spółkach z udziałem Skarbu Państwa określono korelację wskaźnika DPR z podstawowymi wskaźnikami makroekonomicznymi odzwierciedlającymi potrzeby Skarbu Państwa – stopa wzrostu PKB i deficyt budżetowy. W tym drugim przypadku brano pod uwagę deficyt zrealizowany, określony po zakończeniu roku przez GUS. Wyniki obliczeń wskaźnika Pearsona potwierdzają przypuszczenia o związkach potrzeb Skarbu Państwa i polityki dywidend spółek od niego zależnych. Współczynnik korelacji DPR ze stopą wzrostu PKB wyniósł -0,578, co oznacza, że poprawiająca się sytuacja gospodarcza powoduje mniejszy nacisk Skarbu Państwa na wypłatę dywidend. Współczynnik korelacji DPR z deficytem budżetowym daje wynik 0,550, co z kolei oznacza, że wzrastające potrzeby budżetowe są po części zaspokajane zwiększonymi wpływami ze spółek podlegających Skarbowi Państwa⁸.

W tabeli 4 zamieszczono obliczenia stopy dywidendy dla badanej populacji. Stopa dywidendy została obliczona jako relacja uchwalonej dywidendy przypadającej na jedną akcję do ceny otwarcia w następnym dniu po podjęciu

⁸ Należy przy tym wziąć pod uwagę, że okres badań przypadł niemal w całości na rządy Platformy Obywatelskiej, przez co nie należy tych wniosków uogólniać.

uchwały o wypłacie dywidendy. Z danych zamieszczonych w tabeli 4 wynika, iż biorąc pod uwagę ogół spółek z obu analizowanych grup, wyższe stopy dywidendy w omawianym okresie osiągały spółki z udziałem Skarbu Państwa. Tylko w 2010 r. średnia stopa dywidendy osiągnięta przez spółki z udziałem Skarbu Państwa była niższa w porównaniu ze średnią stopą dywidendy dla pozostałych spółek. Również jeśli pominąć spółki niewypłacające dywidendy, obliczając średnią stopę z wypłaconych dywidend, okazuje się, że spółki pozostające poza nadzorem Skarbu Państwa dawały zazwyczaj inwestorom niższą stopę dywidendy. Jedynie w 2010 roku było odwrotnie.

Tabela 4. Stopy dywidendy badanych spółek w latach 2008-2016 (w %)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Średnia stopa dywidendy									
Spółki z udziałem Skarbu Państwa	6,85	5,81	2,92	3,99	7,00	5,50	3,89	3,96	2,55
Pozostałe spółki	2,40	2,59	3,17	3,21	3,74	3,70	3,04	2,24	2,11
Średnia stopa dywidendy z pominięciem spółek niewypłacających dywidendy									
Spółki z udziałem Skarbu Państwa	6,85	7,26	3,41	4,56	9,33	5,50	3,89	4,45	3,82
Pozostałe spółki	3,99	5,18	3,96	4,01	4,67	4,52	3,35	3,52	2,91
Średnia stopa dywidendy dla badanej populacji	3,67	3,66	2,72	3,55	5,19	4,46	3,43	3,01	2,52

Źródło: Opracowanie własne.

Spośród spółek z udziałem Skarbu Państwa najwyższą średnią stopę dywidendy za badany okres została osiągnięta przez spółkę KGHM. Wynosiła ona 9,91%. Była to też najwyższa średnia stopa dywidendy wśród badanych spółek. Najwyższa stopa dywidendy w analizowanym okresie została również osiągnięta przez spółkę KGHM. Było to w 2012 r. Stopa dywidendy spółki KGHM wynosiła wówczas aż 24,24%. Warto nadmienić, iż dywidenda wypłacona przez KGHM w 2012 r. była największą w historii GPW dywidendą o łącznej wartości 5,7 mld zł [www 2]. Bardzo wysoką stopę dywidendy odnotowano również dla spółki KGHM w 2009 r. i wynosiła ona 20,04%. Analizując stopy dywidendy spółki KGHM w omawianym okresie, należy zwrócić uwagę na dość dużą zmienność, a także na wyraźny trend malejący po 2012 r. Drugą pod względem wielkości średnią stopę dywidendy uzyskało PZU. Średnia stopa dywidendy uzyskana przez tę spółkę wynosiła 7,5%. Stosunkowo wysoką średnią stopę dywidendy (5,29%) posiadała również Energa.

W grupie pozostałych spółek najwyższą średnią stopę dywidendy odnotowano dla spółki Orange. Wynosiła ona 9,55%, a więc była niewiele niższa od średniej stopy dywidendy osiągniętej przez spółkę KGHM. W latach 2008-2012 stopa dywidendy spółki Orange oscylowała w przedziale 12,15-14,75%. Po

2010 r. stopy dywidendy spółki wykazują wyraźny trend malejący. Pozostałe spółki dawały inwestorom znacznie niższą stopę zwrotu. Drugą pod względem wielkości średnią stopę dywidendy odnotowano dla spółki PEKAO (4,03%). Różnica pomiędzy średnimi stopami dywidendy osiągniętymi przez spółki Orange i PEKAO wynosiła więc ponad 5 p.p.

W badaniach zweryfikowano też stopień samodzielności zarządów spółek o odmiennej strukturze właścicielskiej. W tym celu porównano dywidendy rekomendowane przez zarząd z dywidendami uchwalonymi przez WZA. W przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa zdecydowanie częściej uchwalone dywidendy były wyższe w porównaniu z proponowanymi. W omawianym okresie aż czterokrotnie uchwalone dywidendy były wyższe w stosunku do proponowanych w spółkach: PGNiG, ENEA oraz KGHM. Widoczny jest więc pewien nacisk właściciela na zwiększanie wpływów z dywidend zasilających budżet, choć nie jest to przeważające zjawisko. Należy nadmienić, iż w spółkach z udziałem Skarbu Państwa zdarzały się przypadki, gdy uchwalona dywidenda była niższa od proponowanej (PKO BP za 2008 r.; PGE za 2015 r.; Tauron za 2015 r.). W ostatnich latach (2014-2016) uchwalone w spółkach Skarbu Państwa dywidendy były z reguły zgodne z proponowanymi.

W pozostałych spółkach wchodzących w skład indeksu WIG20 uchwalone dywidendy były niemal zawsze zgodne z proponowanymi. Nie oznacza to jednak istotnej niezależności zarządów od właścicieli. Przeciwnie, można przypuszczać, że zarządy realizują narzuconą przez właścicieli politykę dywidend, stąd w trakcie WZA nie zachodzą żadne zmiany w proponowanej formie uchwał o wypłacie dywidendy.

Podsumowanie

Rzetelnie opracowana, deklarowana oraz stosowana polityka dywidend jest dla wielu inwestorów podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych o wyborze spółek do portfeli inwestycyjnych. Pomimo stosowania przez spółkę obranej polityki dywidend pozytywny sentyment inwestorów może jednak zaburzyć działanie państwa. Poprzez różne prawnopodatkowe działania może on uzyskać dodatkowe wpływy do budżetu, przez co możliwości wypłaty dywidend zostaną mocno ograniczone. Jako przykład mogą posłużyć informacje z września 2016 r. o planowanym podniesieniu w ciągu kilku lat wartości nominalnej akcji spółek Skarbu Państwa z branży energetycznej. Powoduje to obowiązek zapłaty wyż-

szego podatku, przez co mocno ograniczy nie tylko możliwości rozwojowe spółek, ale również wypłaty dywidend [www 3].

Poza znanymi powszechnie zasadami polityki personalnej w spółkach z udziałem Skarbu Państwa można zauważyć pewne specyficzne zjawiska w zakresie polityki dywidend tych spółek. W sferze deklaratywnej spółki Skarbu Państwa wyróżniają się pozytywnie. Ogłaszana przez nie polityka dywidend jest bardziej merytoryczna i zawiera bardziej precyzyjne, zazwyczaj parametryczne, zasady podziału zysku niż w pozostałych spółkach.

Spółki Skarbu Państwa wypłacają dywidendy częściej niż inne, choć regularność wielkości wypłacanych dywidend jest niewielka. W tym drugim przypadku spółki Skarbu Państwa nie różnią się od pozostałych spółek zaliczanych do WIG20; dłuższe prognozy wypłat dywidend są w obu grupach spółek skazane na niepowodzenie. W tym obszarze zasady obowiązujące w polskich spółkach nie przystają do zwyczajów panujących na rozwiniętych rynkach kapitałowych.

Biorąc pod uwagę całe populacje w obu analizowanych grupach spółek, spółki z udziałem Skarbu Państwa przeznaczają na dywidendy większą część zysku. Przy uwzględnieniu jedynie spółek wypłacających dywidendy sytuacja jest odwrotna – spółki bez udziału Skarbu Państwa wypłacają dywidendy rzadziej, ale przekazują inwestorom większą część wypracowanego zysku. Specyfiką spółek Skarbu Państwa jest stosunkowo wysoka zależność ich polityki dywidend od potrzeb budżetowych państwa.

Prezentowane rozważania wskazują, że na podstawie przeprowadzonych badań postawionej we wstępie hipotezy nie można odrzucić. Jednocześnie należy pamiętać, że badania objęły wyłącznie spółki zaliczane do WIG20, więc generalizowanie przedstawionych w artykule wniosków być może nie zawsze jest uzasadnione. Z drugiej strony badania w większości potwierdzają opinie o specyficznych formach wpływu państwowego właściciela na ich działalność. Dlatego można uznać, że wnioski z badań dotyczą większej części spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Literatura

- Cwynar A., Cwynar W. (2007), *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania, Warszawa.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Dębski W. (2014), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Gugler K., Yurtoglu B.B. (2003), *Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany*, "European Economic Review", Vol. 47, Iss. 4.
- Hawawini G., Viallet C. (2007), *Finanse menadżerskie. Kreowanie wartości dla akcjonariuszy*, PWE, Warszawa.
- Horbaczewska B. (2012), *Wyплаты dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2007), *Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend Policy in Poland?* „Bank i Kredyt”, t. 38, nr 11-12.
- Łukasik G. (2010), *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r., NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r., NBP, Warszawa.
- Wróbel P. (2015), *Relacje inwestorskie* [w:] J.K. Bielecki i L. Pawłowicz (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Wypych M. (2015), *Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, t. 854.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych. Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037, art. 348.
- Ustawa z dnia 2 marca 2012 r. Podatek od wydobycia niektórych kopalin. Dz.U. z 2012 r., poz. 362 z późn. zm.
- [www 1] <http://www.msp.gov.pl/download/2/12534/WytyczniedlajednoosobowychspolekSkarbuPanstwaispolekzwiekszosciowymudzialemskarbu.pdf> (dostęp: 15.12.2016).
- [www 2] <http://www.gpw.pl/gpw25lecie> (dostęp: 15.12.2016).
- [www 3] <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Tchorzewski-W-ciagu-kilku-lat-wartosc-nominalna-spolek-energetycznych-SP-wzrosnie-o-50-mld-zl-3590046.html> (dostęp: 15.12.2016).

DIVIDEND POLICY OF POLISH STATE-OWNED COMPANIES IN THE PERIOD 2007-2016 – STUDY RESULTS

Summary: This paper is devoted to issues connected with the dividend payout by companies where one of the shareholders is the State Treasury and which are simultaneously components of the WIG20 index. It describes the topic of the conflict of interest, where on one hand the shareholder – the State Treasury – is interested in obtaining a high dividend in order to finance the needs of the state budget, and on the other – the company has considerable investment needs. The objective of the study is to demonstrate the specificity of the dividend policy in companies with the participation of the State Treasury in comparison to public companies which are beyond the direct influence of the State Treasury. The study results point out to the fact that state-owned companies are more

inclined to pay out dividends and the dividend payouts depend on the current budget situation.

Keywords: dividend policy, State Treasury, dividend yield, dividend payout ratio.