

Andrzej Kuciński, Magdalena Byczkowska
Akademia im. Jakuba z Paradyża – Gorzów Wielkopolski

POLITYKA DYWIDENDY SPÓŁEK Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA

Streszczenie

Polityka dywidendy jest deklaracją zarządu spółki, która obejmuje ogólne założenia co do sposobu podziału wypracowanego zysku w przedsiębiorstwie. Jasno i precyzyjnie określona polityka dywidendy stanowi ważne źródło informacji w zakresie budowania oczekiwań względem spółki przez inwestorów. Zasadniczym celem artykułu jest analiza i ocena realizowanych polityk wypłat dywidend przez przedsiębiorstwa z udziałem Skarbu Państwa notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza przeprowadzonych badań wskazuje na to, iż spółki z udziałem Skarbu Państwa posiadały zdefiniowane polityki wypłat dywidend, które znajdowały swój wyraz w regularnych i stabilnych wypłatach dywidend.

Słowa kluczowe: dywidenda, polityka dywidendy, spółka z udziałem Skarbu Państwa.

Kody JEL: G10, G18

Wstęp

Cechą charakterystyczną gospodarki rynkowej jest przewaga struktury własności prywatnej nad państwową. W modelu rynkowym nie wyklucza się możliwości tworzenia i funkcjonowania podmiotów gospodarczych opartych o własność spółdzielczą czy też państwową¹, ich istnienie często podyktowane jest strategicznym znaczeniem dla gospodarki państwa.

Decyzje związane z podziałem zysku w przedsiębiorstwie tworzą politykę wypłat dywidendy. Zagadnienie to odnosi się bezpośrednio do finansów przedsiębiorstwa, i niezależnie od formy organizacyjno-prawnej podmiotu dotyczy wszystkich jednostek gospodarczych, w tym i przedsiębiorstw z udziałem Skarbu Państwa.

Zyski wypracowywane w spółkach z udziałem Skarbu Państwa często traktowane są jako źródło dochodów dla budżetu państwa. W praktyce nadmierny odpływ kapitałów z przedsiębiorstwa skutkuje niedostatecznym zasileniem finansowym, który może prowadzić do niewłaściwego stymulowania jego

¹ Szersze jest pojęcie własności publicznej, która obejmuje własność komunalną i państwową.

rozwoju. Pojawia się tu więc wciąż nierozwiązany problem, aktualny zarówno z punktu widzenia teorii finansów, jak i praktyki, czy wypracowany zysk w przedsiębiorstwie zatrzymać, czy też wypłacać jego właścicielom.

Zasadniczym celem artykułu jest analiza i ocena realizowanych polityk wypłat dywidend przez przedsiębiorstwa z udziałem Skarbu Państwa w latach 2011-2015. W artykule przyjęto tezę mówiącą o tym, iż Skarb Państwa, wykorzystując swoją pozycję w akcjonariacie, podejmuje decyzje przez pryzmat potrzeb budżetowych, przez co doprowadza do nadmiernego odpływu kapitału w spółkach nadzorowanych przez państwo. Przedmiotem badania objęto spółki kapitałowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w których Skarb Państwa posiadał udziały na koniec 2016 roku. Treść artykułu oparta została na analizie literatury przedmiotu, a także na dokumentach spółek: prospektach emisyjnych, uchwał zarządu dotyczących polityki dywidendy, strategii przedsiębiorstwa, projektach uchwał i uchwał WZA w sprawie podziału zysku.

Spółka z udziałem Skarbu Państwa

Zmiana ustroju społeczno-gospodarczego oraz realizacja procesów przekształceń własnościowych doprowadziła do znacznego ograniczenia liczby funkcjonujących podmiotów gospodarczych nadzorowanych bezpośrednio przez państwo. Prowadzenie działalności gospodarczej przez państwo pod szyldem przedsiębiorstwa państwowego obecnie jest rzadko spotykane. Najczęściej własność państwowa reprezentowana jest przez spółki z udziałem Skarbu Państwa. Do kategorii tej należą spółki utworzone w wyniku procesu komercjalizacji, tj. przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w spółkę kapitałową (Dz.U. z 1996 r. Nr 118, poz. 561). Przez spółkę z udziałem Skarbu Państwa należy rozumieć podmiot gospodarczy „o charakterze komercyjnym, którego własność – w większym lub mniejszym stopniu – należy do państwa” (Kidyba 2015, s. 12). Biorąc pod uwagę zakres sprawowanej kontroli korporacyjnej przez Skarb Państwa nad spółką można dokonać pewnej ich typologii wyodrębniając (Olszewski 2015):

- jednoosobowe spółki Skarbu Państwa, w których państwo zachowuje 100% będących w jego dyspozycji akcji bądź udziałów w spółce;
- spółki z większościovym udziałem Skarbu Państwa, w których państwo po wyzbyciu się części akcji bądź udziałów w spółce, nadal jest w posiadaniu więcej niż 50% akcji lub udziałów w kapitale zakładowym spółki;
- spółki z mniejszościovym udziałem Skarbu Państwa, w których państwo, po wyzbyciu się więcej niż połowy akcji bądź udziałów w spółce, jest w posiadaniu mniej niż 50% akcji lub udziałów w kapitale zakładowym spółki. W sytuacji, gdy udział w kapitale nie przekracza 1% mowa jest o udziale szczątkowym, tzw. resztówkach akcji będących w posiadaniu Skarbu Państwa.

We wszystkich wyodrębnionych kategoriach spółek z udziałem Skarbu Państwa mogą być efektywnie realizowane uprawnienia właścicielskie przez państwo. Kontrola korporacyjna jest bezsporna w spółkach, w których Skarb Państwa jest w posiadaniu stuprocentowych lub większościowych pakietów akcji. Do sprawowania nadzoru państwo wykorzystuje instrumenty zdefiniowane w kodeksie spółek handlowych.

W spółkach z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa kontrola korporacyjna może być sprawowana w sposób efektywny przy wykorzystaniu przede wszystkim narzędzi pozakodeksowych: 1) złotej akcji, 2) pozycji akcjonariusza dominującego, 3) zapisów w statutach spółki. Instytucja „złotej akcji” pozwala państwu zachować kontrolę nad prywatyzowanym przedsiębiorstwem, chociaż nie wynika to z zaangażowanych kapitałów. W wyniku nadania specjalnych uprawnień Skarb Państwa zyskuje możliwość blokowania niekorzystnych decyzji w spółce. Rozwiązanie to w obecnych uregulowaniach prawnych uznaje się za niedopuszczalne. Innym sposobem sprawowania kontroli w spółkach z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa jest uzyskanie pozycji dominującej w akcjonariacie przez państwo. W przypadku dużego rozdrobnienia akcjonariatu Skarb Państwa może być jedynym notyfikowanym udziałowcem, tj. przekraczającym próg 5% udziałów w głosach lub największym spośród ujawnionych akcjonariuszy, co pozwala skutecznie sprawować nadzór nad spółką, a także podejmować decyzje związane z obsadą organów spółki czy też podziałem zysku. Efektywną kontrolę państwa nad spółką zapewniają także zapisy w statutach przedsiębiorstw dotyczące zasad rozporządzania głosami. W teorii zapisy takie przeczą fundamentalnej zasadzie równego traktowania akcjonariuszy oraz zasadzie proporcjonalności. Statut spółki regulujący zasady jej funkcjonowania może zawierać zapisy dotyczące zasad rozporządzania głosami, które zapewniają większy wpływ na spółkę niż wynikałoby to z wielkości zaangażowanych w nią kapitałów. Mechanizmy wplecione w statuty spółek, wzmacniają siłę głosu akcjonariusza są często domeną przedsiębiorstw z udziałem Skarbu Państwa, mających na celu zapewnienie kontroli nad przedsiębiorstwem o strategicznym znaczeniu dla państwa (Kidyba 2015).

Z powyższego wynika, że Skarb Państwa, uczestnicząc w życiu spółki kapitałowej, w której posiada udziały jako współwłaściciel, realizuje funkcje zarówno w sferze *dominium* – oddziaływanie właścicielskie, jak i w sferze *imperium* – oddziaływanie władcze (Postuła 2013). U podstaw oddziaływania właścicielskiego leży realizacja zadań i uprawnień jako współnika spółki kapitałowej, zaś w przypadku oddziaływania władczego stosowanie instrumentów regulacyjnych o charakterze publicznoprawnym przez państwo.

W praktyce cele spółek kapitałowych z udziałem państwa są zbieżne z tymi formułowanymi dla podmiotów prywatnych. Mimo tego częstokroć w spółkach kapitałowych, bez względu na ich rodzaj i charakter, dochodzi do konfliktu

interesów. Jednym z klasycznych przykładów występowania konfliktu interesów w spółkach są rozbieżności w zakresie polityki dywidendy.

Nie ulega wątpliwości, iż w interesie spółki leży to, aby jak największą część wypracowanego zysku pozostawić w przedsiębiorstwie. Akcjonariusze, którzy preferują bieżącą konsumpcję będą zainteresowani przede wszystkim wypłatą jak największej części zysku. Ten swoisty dualizm w odniesieniu do sposobu podziału zysku jest źródłem konfliktu w spółce może być on szczególnie widoczny wówczas, gdy Skarb Państwa realizuje funkcje właścicielskie przez pryzmat potrzeb budżetowych państwa. Problem staje się realny, kiedy państwo posiada taką siłę głosów, która pozwala efektywnie sprawować kontrolę nad spółką (Kidyba 2015).

Polityka dywidendy

Dywidenda pieniężna stanowi formę transferu gotówki przekazywanej ze spółki do właścicieli, i bezpośrednio wiąże się z zawartym w akcji prawem majątkowym – prawem do udziału w zyskach przedsiębiorstwa, które materializuje się w momencie podjęcia uchwały o wypłacie dywidendy przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. W literaturze pojęcie dywidendy utożsamiane jest również z ceną, którą spółka płaci za korzystanie z kapitałów akcjonariuszy. Z perspektywy przedsiębiorstwa dywidendy traktowane są jako koszt z tytułu zaangażowanych przez akcjonariuszy kapitałów w działalność przedsiębiorstwa (Sierpińska 1999).

Decyzje o wypłacie dywidendy w dużej mierze powiązane są z kondycją finansową przedsiębiorstwa lub wprost wynikają z kształtowania się kategorii finansowej, jaką jest zysk netto. Co do zasady kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, w praktyce jednak wysokość dywidendy nie musi pozostawać w bezpośredniej relacji z zyskiem netto, albowiem może być on powiększony o niepodzielone zyski z lat ubiegłych lub pochodzić z funduszy przewidzianych w Kodeksie handlowym, statucie bądź umowie spółki (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037).

Osiągnięcie przez przedsiębiorstwo zysku netto nie gwarantuje tego, że jego część zostanie przekazana akcjonariuszom w formie dywidendy, albowiem spółka nie ma prawnego obowiązku jej wypłacania. Bez względu na to dywidenda pozostaje istotnym komponentem dochodów uzyskiwanych przez uczestników rynku kapitałowego, dlatego też obecni, jak i przyszli potencjalni inwestorzy zainteresowani są poznaniem strategii wypłat dywidendy w spółce.

Przez politykę dywidendy w wąskim znaczeniu należy rozumieć rozstrzygnięcia organów spółki dotyczące podziału zysku netto (Duraj 2002). W szerokim znaczeniu polityka dywidendy przyjmuje formę wieloletniego programu wypłat dywidend wraz z określeniem warunków, zasad, harmonogramu wypłat czy też wartości dywidendy (Horbaczewska 2012). Polityka dywidendy w tym

znaczeniu stanowi wyraz swobodnych decyzji i rozstrzygnięć przedsiębiorstwa podporządkowanych świadomemu i celowemu działaniu nakierowanym na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Wśród najczęściej stosowanych polityk wypłat dywidendy w przedsiębiorstwach wyróżnia się (Duraj 2002):

- politykę stałej wysokości dywidendy na akcję,
- politykę stałej dywidendy z „dywidendą extra”,
- politykę stałej stopy wypłat dywidendy,
- rezydualną politykę wypłat dywidendy,
- politykę 100% stopy wypłat dywidendy,
- politykę zerowej stopy wypłat dywidendy.

Polityka stałej wysokości dywidendy zakłada wypłatę regularnych, w stałej wysokości dywidend przypadających na jedną akcję (Sierpińska 1999). Zasadniczym założeniem polityki stałej wysokości dywidendy jest ustalenie wielkości zysku do podziału między akcjonariuszy, który byłby adekwatny do możliwości finansowych przedsiębiorstwa i pozwalał utrzymać jej poziom nawet wówczas, gdy dochodzi do okresowego spadku zysków. W ten sposób spółka próbuje dotrzymać złożonych zobowiązań i uchronić się przed negatywną reakcją rynku w przypadku obniżenia wysokości dywidendy lub jej zaniechania. Ponadto, model ten nie wyklucza możliwości zwiększenia dywidendy do nowego wyższego poziomu, ale jedynie w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo osiąga nowy wyższy, stały poziom zysków.

Polityka stałej dywidendy z „dywidendą extra” jest pewną modyfikacją modelu stałej wysokości wypłaty dywidendy na jedną akcję. Ten rodzaj polityki stosowany jest przez przedsiębiorstwa, które osiągają zróżnicowane wyniki finansowe w czasie, i aby uniknąć wahań wypłacanych dywidend, spółki zakładają wypłacanie niskich kwot dywidend, zaś w okresach znacznych przyrostów zysku decydują się na wypłatę jednorazowych dodatkowych dywidend.

Polityka stałej stopy wypłat dywidendy zakłada wypłacanie stałej wielkości wypracowanego zysku netto jako określony jego procent. Wielkość wypłacanej dywidendy zmienia się wraz ze zmianą osiągniętych zysków. Wraz ze wzrostem wypracowywanych wyników przez przedsiębiorstwo następuje zwiększenie wielkości dywidendy przypadającej na jedną akcję, z kolei w przypadku spadku zysków poziom wypłacanych dywidend ulega obniżeniu (Sierpińska 1999).

Rezydualna polityka wypłat dywidendy polega na tym, że decyzja o wypłacie zysku akcjonariuszom uzależniona jest od potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Z tego wynika, że spółka wypłaca dywidendy jedynie wówczas, gdy zysk przewyższa nakłady kapitałowe niezbędne przy realizacji założonych inwestycji (Duraj 2002).

Dwie ostatnie wymienione polityki w swych założeniach odnoszą się do skrajnych rozwiązań, w których zakłada się wypłatę albo zatrzymanie całego

zysku w przedsiębiorstwie. U podstaw polityki 100% stopy wypłat dywidendy leży przekonanie o preferowaniu bieżących korzyści płynących z dywidend nad zyskami uzyskiwanymi ze sprzedaży akcji. Z kolei u źródeł polityki zerowej stopy wypłat dywidendy są zgłaszane rosnące potrzeby kapitałowe przedsiębiorstwa w związku z jego rozwojem.

Dywidendy wypłacane przez spółki z udziałem Skarbu Państwa

Przedmiotem badania objętych zostało 17 spółek kapitałowych, w których Skarb Państwa posiadał bezpośrednie udziały w przedsiębiorstwach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na koniec 2016 roku.

Z informacji zamieszczonych w tabeli 1 wynika, iż w ośmiu spółkach Skarb Państwa posiadał większościowe udziały. Największy udział Skarbu Państwa posiadał w spółce PGNIG, który na koniec 2016 roku wynosił 70,40%. Kolejne spółki, w których Skarb Państwa posiadał udziały przekraczające 50% głosów w akcjonariacie to PHN, ENERGA, PGE, JSW, LOTOS, GPW oraz ENERGA. W dziewięciu spółkach zaangażowanie kapitału państwowego było poniżej 50%, z czego w siedmiu spółkach Skarb Państwa posiadał pozycję dominującą w akcjonariacie. W dwóch spółkach Police i EC Będzin Skarb Państwa posiadał udziały w przedziale 5,00-5,01%. W spółce Police państwo mogło sprawować kontrolę pośrednio przez inną spółkę, w przypadku spółki EC Będzin SA Skarb Państwa dysponował taką liczbą głosów, które w połączeniu z udziałami Banku Gospodarstwa Krajowego nie były wystarczające do tego, aby kontrolować spółkę. W związku z tym ostatecznie w badaniu uwzględniono 16 spółek, w której państwo mogło sprawować władztwo korporacyjne nad spółką.

Tabela 1. Spółki z udziałem Skarbu Państwa (w %) notowane na GPW w Warszawie

Lp.	Nazwa spółki	Udział Skarbu Państwa	Lp.	Nazwa spółki	Udział Skarbu Państwa
1	PGNIG	70,40	10	PKP CARGO	33,0%
2	PHN	69,80	11	GRUPA AZOTY	33,00
3	ENERGA	64,09	12	KGHM	31,79
4	PGE	57,39	13	PKO BP	31,39
5	JSW	55,17	14	TAURON	30,06
6	LOTOS	53,19	15	PKN ORLEN	27,52%
7	GPW	51,76	16	POLICE	5,01
8	ENEA	51,50	17	BĘDZIN	5,00
9	PZU	34,19			

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, https://www.gpw.pl/lista_spolek [dostęp: 31.12.2016]

Zdefiniowana przez przedsiębiorstwo polityka dywidendy stanowi dla inwestorów ważne źródło informacji na temat spodziewanych przepływów gotówkowych związanych z akcją. Jednoznacznie określona polityka wypłat dywidendy pozwala wskazać spółki, które są skłonne wypłacać dywidendy w sposób regularny. Z uwagi na rolę i status spółek z udziałem Skarbu Państwa, którym często nadaje się rangę przedsiębiorstw strategicznych dla gospodarki, a także mając na względzie to, że przedsiębiorstwa z udziałem Skarbu Państwa wypłacają regularne i względnie stabilne dywidendy, inwestorzy wykazują naturalne zainteresowanie poznaniem założeń strategii co do sposobu podziału zysku między akcjonariuszami, traktując tego rodzaju spółki jako potencjalny kierunek swoich inwestycji.

Z zamieszczonych w tabeli Nr 2 informacji na temat polityk dywidend dla spółek z udziałem Skarbu Państwa wynika, że większość spółek objętych badaniem posiadała zdefiniowaną politykę dywidendy. Były one okresowo aktualizowane i posiadały atrybuty długoterminowości. Założenia dotyczące zasad dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami obejmowały okresy często dłuższe niż czteroletnie. W ramach przyjętych przez spółki polityk wypłat dywidend najczęściej określano w nich maksymalny poziom zysku jednostkowego lub skonsolidowanego do wypłaty jako jego procent. Zarządy często w opracowanych strategiach wskazywały nie tylko na maksymalny, ale również minimalny poziom zysku stanowiący przedmiot rekomendacji dla Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Deklarowany poziom zysku do podziału między akcjonariuszy obwarowany był często dodatkowymi warunkami. W ramach definiowanych polityk zastrzegano, że ostateczna propozycja zarządu o dystrybucji zysków do właścicieli uzależniona będzie od potrzeb kapitałowych, sytuacji finansowej czy też warunków rynkowych. W przypadku sektora bankowego dodatkowo lub jako główny warunek wymieniano kryteria rekomendowane przez Komisję Nadzoru Finansowego, tj. np. spełnienie minimalnych wskaźników adekwatności kapitałowej.

Porównując aktualne polityki dywidend spółek publicznych z udziałem Skarbu Państwa z tymi, które zostały określone w prospektach emisyjnych zauważyć można, iż te przedsiębiorstwa, które nie miały zdefiniowanych polityk dywidend w momencie ich prywatyzacji obecnie je posiadają. Ponadto, aktualne założenia co do podziału zysków między akcjonariuszy w wielu przypadkach zakładały wyższy ich poziom niż pierwotnie zapisany w prospektach emisyjnych.

Tabela 2 Polityka dywidendy spółek z udziałem Skarbu Państwa notowanych na GPW w Warszawie

Spółka (rok debiutu)	Polityka dywidendy spółki określona w prospekcie emisyjnym	Aktualna polityka dywidendy spółki
PGNIG (2005)	Stopa wypłat dywidendy nie niższa niż 5%, poziom docelowy dywidendy 20% zysku netto w 2007 roku.	Do 50% skonsolidowanego zysku netto, wypłata dywidendy uzależniona od bieżącej sytuacji finansowej oraz planów inwestycyjnych spółki (strategia na lata 2014-2022).
PHN (2013)	Brak określonego poziomu zysku netto do podziału między akcjonariuszy, wypłata dywidendy uzależniona m.in. od wpływów pieniężnych z realizacji programu dezinvestycji, uzyskania finansowania zewnętrznego na realizację programu inwestycyjnego, czy też potrzeb związanych z nakładami inwestycyjnymi.	Brak określonego poziomu zysku netto do podziału między akcjonariuszy; strategia zakłada wzrost wartości aktywów o 75% do 2023 roku, z czego ponad połowa wzrostu wartości spółki ma być wypłacona w postaci dywidendy, wypłata dywidendy uzależniona od obecnej sytuacji finansowej i planowanych przepływów pieniężnych, z uwzględnieniem w szczególności przewidywanych planów inwestycyjnych oraz możliwości pozyskania finansowania na ich realizację (strategia na lata 2014-2023).
ENERGA (2013)	92% zysku netto wykazanego w rocznym jednostkowym sprawozdaniu finansowym, przy czym kwota dywidendy nie będzie większa niż 400 mln zł za 2013 rok i 500 mln za 2014 rok.	Maksymalnie 500 mln zł zindeksowane o poziom równy bądź wyższy od stopy inflacji w Polsce, ostateczna wielkość dywidendy będzie uzależniona od sytuacji finansowej spółki, potrzeb inwestycyjnych grupy i warunków rynkowych (strategia na lata 2013-2020).
PGE (2009)	Do 50% części zysku netto, wypłata dywidendy uzależniona m.in. od poziomu dźwigni finansowej, planowanych wydatków inwestycyjnych, dystrybucji dywidend od spółek zależnych oraz potencjalnych akwizycji kapitałowych.	Do 40-50% skonsolidowanego zysku netto korygowanego o wielkość odpisów aktualizujących wartość aktywów trwałych (strategia na lata 2016-2020).
JSW (2011)	Co najmniej 30% skonsolidowanego zysku netto za dany rok obrotowy, wypłata dywidendy uzależniona od m.in. aktualnych wyników działalności, potrzeby kapitałowych oraz ogólnych uwarunkowań gospodarczych.	Co najmniej 30% skonsolidowanego zysku netto za dany rok obrotowy, polityka w zakresie dywidendy uwzględnia plany rozwoju grupy, w szczególności jej plany inwestycyjne, które mają zapewnić stabilny rozwój grupy i generowanie zysków z bieżącej działalności, polityka dywidendy uzależniona od aktualnych wyników działalności, przepływów pieniężnych, sytuacji finansowej oraz potrzeb kapitałowych, ogólnych uwarunkowań gospodarczych (strategia na lata 2010-2020).
LOTOS (2005)	Brak określonego poziomu zysku netto do podziału między akcjonariuszy, wypłata dywidendy uzależniona od osiągniętych przez emitenta wyników finansowych oraz potrzeb inwestycyjnych;	Brak określonego poziomu zysku netto do podziału między akcjonariuszy i jasno zdefiniowanej polityki dywidendy, w najnowszej strategii znajduje się deklaracja o przywróceniu zdolności dywidendowej, poprzednia strategia zakładała wypłatę dywidendy na poziomie 30% zysku netto; (strategia na lata 2017-2022)
GPW (2010)	Od 30% do 50% jednostkowego zysku netto spółki za dany rok obrotowy.	Powyżej 60% skonsolidowanego zysku netto za dany rok obrotowy, skorygowanego o udział w zyskach jednostek stowarzyszonych (strategia na lata 2014-2020).
ENEA (2009)	Od 30% do 60% zysku netto wykazanego w jednostkowym sprawozdaniu finansowym spółki, wypłata dywidendy uwarunkowana płynnością finansową oraz możliwościami zapewnienia kapitałów do rozwoju.	Od 30% do 60% zysku netto wykazanego w jednostkowym sprawozdaniu finansowym; wypłata dywidendy uwarunkowana płynnością finansową oraz możliwościami zapewnienia kapitałów do rozwoju (strategia na lata 2014-2020).

PZU (2010)	Od 25% do 45% zysku netto wskazanego w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym.	Wysokość dywidendy ustalana jest w oparciu o skonsolidowany wynik finansowy, przy czym: nie więcej niż 20% powiększy zyski zatrzymane (kapitał zapasowy) na cele związane z rozwojem organicznym i innowacjami oraz realizacją inicjatyw wzrostowych; nie mniej niż 50% podlega wypłacie w ramach rocznej dywidendy; pozostała część zostanie wypłacona w ramach rocznej dywidendy lub powiększy zyski zatrzymane w przypadku realizacji w danym roku istotnych nakładów związanych z realizacją założeń strategii (strategia na lata 2016-2020).
PKP CARGO (2013)	Od 35% do 50% zysku netto ujawnionego w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za dany rok obrotowy.	Od 35% do 50% zysku netto ujawnionego w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za dany rok obrotowy (strategia na lata 2016-2020).
GRUPA AZOTY (2008)	Brak przyjętych zasad polityki dywidendy.	Od 40% do 60% jednostkowego zysku netto spółki za dany rok obrotowy z uwzględnieniem czynników dotyczących perspektyw dalszej działalności, przyszłych zysków, zapotrzebowania na środki pieniężne, sytuacji finansowej, planów ekspansji (strategia na lata 2013-2020).
KGHM (1997)	Do 30% zysku po opodatkowaniu, dywidenda uzależniona od ekonomicznego i finansowego stanu spółki.	33% jednostkowego zysku netto uzyskanego w poprzednim roku obrotowym z uwzględnieniem aktualnej oraz przewidywanej sytuacji finansowej spółki oraz grupy kapitałowej; wypłata dywidendy uzależniona od przewidywanych potrzeb kapitałowych spółki na realizację programu rozwoju oraz bezpieczny poziom zadłużenia w grupie kapitałowej (strategia na lata 2015-2020).
PKO BP (2004)	Od 20 do 40% zysku netto w każdym roku obrotowym.	Realizowanie wypłat z zysku dla akcjonariuszy w długim terminie w kwocie nadwyżki kapitału powyżej minimalnych wskaźników adekwatności kapitałowej tj.: łączny współczynnik kapitałowy powyżej 14,01% oraz współczynnik kapitału podstawowego Tier 1 powyżej 13,82%, a także wskaźnik dźwigni powyżej 5%, ogólnym założeniem polityki dywidendowej jest realizowanie wypłat dywidend w długim terminie z zachowaniem zasady ostrożnego zarządzania bankiem i grupą kapitałową banku (strategia na lata 2016-2020).
TAURON (2010)	Nie mniej niż 30% skonsolidowanego zysku netto, w dłuższej perspektywie około 40-50% skonsolidowanego zysku netto, wypłata dywidendy uzależniona od następujących czynników: wysokości zysku netto wykazanego w jednostkowym sprawozdaniu finansowym spółki, aktualnego kosztu pozyskania finansowania dłużnego oraz możliwości rynkowych pozyskania finansowania, a także potrzeb inwestycyjnych oraz planowanych akwizycji.	Minimum 40% skonsolidowanego zysku netto, na ostateczną rekomendację wpływ będą miały dodatkowe czynniki, w szczególności: sytuacja płynnościowa, sytuacja rynkowa, realizacja polityki inwestycyjnej, koszt oraz możliwości pozyskania finansowania, prognozy będące podstawą Strategii, wskazują, że pierwszym rokiem, w którym możliwa będzie wypłata dywidendy, będzie rok 2020 (strategia na lata 2016-2025).

PKN ORLEN (1999)	Kilka procent zysku netto w ciągu najbliższych trzech lat; poziom docelowy około 30% zysku netto w ciągu dwóch najbliższych lat, wypłata dywidendy uzależniona od potrzeb finansowych związanych z realizacją i skalą programu inwestycyjnego, wyników finansowych spółki oraz warunków rynkowych.	Wypłata dywidendy na poziomie do 5% średniej rocznej kapitalizacji spółki za rok poprzedni, przy uwzględnieniu realizacji strategicznego celu bezpiecznych fundamentów finansowych grupy kapitałowej (dźwigni finansowej, wskaźnika dług netto/EBITDA i ratingu) oraz prognoz dotyczących sytuacji makro (strategia na lata 2014-2017).
POLICE (2005)	Brak sprecyzowanych planów co do wypłaty dywidendy.	Od 40% do 60% jednostkowego zysku netto spółki za dany rok obrotowy, decyzje w sprawie wysokości dywidendy są podejmowane z uwzględnieniem czynników dotyczących grupy w tym perspektyw dalszej działalności, przyszłych zysków, zapotrzebowania na środki pieniężne, sytuacji finansowej, planów ekspansji (strategia na lata 2013-2020).

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych spółek, uchwał zarządu oraz oficjalnych stron emitentów [dostęp: 31.12.2016].

Z przedstawionych polityk dywidend spółek z udziałem Skarbu Państwa wynika, iż w większości przypadków zakładano podział zysku netto na część, która zostanie przekazana akcjonariuszom oraz część, która zostanie zatrzymana w przedsiębiorstwie w celu jej ponownego zainwestowania. W celu oceny, w jakim stopniu polityka dywidendy w przedsiębiorstwach nadzorowanych przez państwo jest w rzeczywistości realizowana wykorzystano wskaźnik wypłat dywidend, który informuje w jakiej części wygosparowany zysk został wypłacony akcjonariuszom w formie dywidendy.

Z zamieszczonych informacji w tabeli Nr 3 na temat stóp wypłat dywidend w spółach z udziałem Skarbu Państwa notowanych na GPW w Warszawie w latach 2011-2015 wynika, iż poszczególne spółki realizowały różne strategie dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami, które w większości przypadków były zgodne z deklarowaną polityką dywidendy przez zarządy spółek. W badanej grupie przedsiębiorstw występuje znaczne zróżnicowanie poziomu zysku przeznaczanego na wypłatę dywidendy przez poszczególne spółki, które w całym 5-letnim okresie przeznaczały średnio około 50% zysku netto na dywidendę. W przeważającej liczbie przypadków spółki podejmowały decyzje o zatrzymaniu części wypracowanego zysku w przedsiębiorstwie, co oznacza, że dominujący akcjonariusz, w tym przypadku Skarb Państwa, dostrzegał potrzeby kapitałowe spółek i nie podejmował decyzji tylko przez pryzmat potrzeb budżetu państwa. Spółki z udziałem Skarbu Państwa, zgodnie z deklarowaną polityką dywidendy, starały się wypłacać dywidendy w sposób regularny i zgodnie z zadeklarowanym ich poziomem, choć nie da się ukryć, iż w okresach, w których spółki ponosiły stratę zaniechano wypłaty dywidendy. W dwóch przypadkach, mimo, że spółki wykazały stratę - PKNORLEN w 2014 roku, zaś KGHM w 2015 roku - doszło do wypłaty dywidendy. Źródłem wypłaty był wtedy kapitał zapasowy, który pełni funkcję rezerwy amortyzującej wahania koniunkturalne spółek.

Tabela 3. Stopy wypłat dywidend w spółkach z udziałem Skarbu Państwa notowanych na GPW w Warszawie za lata 2011-2015 (w %)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
PGNIG	0,0	34,3	46,1	41,8	49,7
PHN	.*	.*	100,0	50,2	40,5
ENERGA	.*	.*	83,0	91,7	24,1
PGE	75,1	205,1	88,0	26,7	26,4
JSW	.*	29,7	0,0	.**	.**
LOTOS	0,0	0,0	0,0	.**	.**
GPW	45,2	31,0	44,5	89,9	80,3
ENEA	59,7	30,4	30,2	29,8	.**
PZU	75,0	99,4	91,3	98,0	80,0
PKP CARGO	.*	.*	146,1	188,0	.**
GRUPA AZOTY	0,0	59,4	45,0	0,0	39,9
KGHM	50,0	40,3	32,7	33,1	.**
PKO BP	40,2	61,1	31,7	0,0	0,0
TAURON	50,1	37,9	19,7	22,9	.**
PKN ORLEN	0,0	30,2	99,7	.**	81,7
POLICE	0,0	43,3	55,2	50,8	0,0

* Spółka JSW w 2011 roku oraz spółki PHN, ENERGA, PKP CARGO nie były notowane w latach 2011-2012 na giełdzie, a które w tym okresie mogły wypłacać dywidendę.

** Brak wskazanej stopy wypłaty dywidendy w danym roku oznacza, że przedsiębiorstwo poniosło stratę w tym okresie.

Źródło: opracowanie własne.

Generalnie można przyjąć, że poziom wypłacanych dywidend w spółkach z udziałem Skarbu Państwa w analizowanym okresie był umiarkowany. Spółki realizowały politykę dywidendy zgodną z jej założeniami, choć można wskazać przykłady odstępstw od przyjętych strategii.

Przedstawione w tabeli 2 obowiązujące polityki dywidend nie zawsze pokrywały się z okresem, za który wypłacane były dywidendy (stopa wypłat dywidend). W celu ustalenia wpływu głównego akcjonariusza na realizację polityki dywidendy przez spółki z udziałem Skarbu Państwa dokonano analizy projektów uchwał i podjętych uchwał przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy w sprawie podziału zysku.

Z informacji zamieszczonych w tabeli 4 wynika, iż rekomendacje zarządu w sprawie podziału zysku netto wyrażone w projektach uchwał Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy znalazły swoje odzwierciedlenie i poparcie w większości przypadków w głosach Skarbu Państwa. Z podjętych uchwał w sprawie podziału zysku za lata 2011-2015 wynika, iż w 73 rozważanych przypadkach tylko 15 uchwał było niezgodnych z ich projektami, czyli w 20% rozpatrywanych przypadkach. W 12 przypadkach akcjonariusze zdecydowali o podwyższeniu dywidendy, zaś w 3 przypadkach o jej obniżeniu lub niewy-

placaniu zgodnie z propozycjami przedkładanymi przez zarząd. Z przykładów tych wynika, iż Skarb Państwa dostrzegął potrzeby kapitałowe spółek, i nie wykorzystywał swojej pozycji dominującej w przegłosowywaniu uchwał rozpatrywanych przez pryzmat potrzeb budżetowych.

Tabela 4. Projekty uchwał oraz uchwały WZA w sprawie podziału zysku w spółach z udziałem Skarbu Państwa notowanych na GPW w Warszawie za lata 2011-2015

Wyszczególnienie	2011		2012		2013		2014		2015	
	PROJEKT UCHWAŁY	UCHAŁA WZ	PROJEKT UCHWAŁY	UCHAŁA WZ	PROJEKT UCHWAŁY	UCHAŁA WZ	PROJEKT UCHWAŁY	UCHAŁA WZ	PROJEKT UCHWAŁY	UCHAŁA WZ
PGNIG	0,00	0,00	0,00	0,13	0,15	0,15	0,16	0,20	0,18	0,18
PHN	-	-	-	-	2,18	2,16	1,30	1,30	0,42	0,42
ENERGA	-	-	-	-	1,0	1,0	1,44	1,44	0,49	0,49
PGE	1,83	1,83	0,86	0,86	1,10	1,10	0,78	0,78	0,92	0,25
JSW			2,52	2,52	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LOTOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
GPW	0,87	1,44	0,78	0,78	1,20	1,20	2,40	2,40	2,36	2,36
ENEA	0,24	0,48	0,36	0,36	0,57	0,57	0,47	0,47	0,0	0,0
PZU	20,30	22,43	29,70	29,70	54,0	54,00	30,0	30,0	2,08	2,08
PKP CARGO	-	-	-	-	0,73	3,07	2,46	2,46	0,0	0,0
GRUPA AZOTY	0,0	0,0	1,02	1,50	0,20	0,20	0,0	0,0	0,84	0,84
KGHM	17,0	28,34	8,0	9,8	5,0	5,0	4,0	4,0	1,5	1,5
PKO BP	1,27	1,27	1,80	1,80	0,75	0,75	0,0	0,0	1,0*	1,0*
TAURON	0,21	0,31	0,15	0,31	0,15	0,19	0,15	0,15	0,10	0,0
PKN ORLEN	0,0	0,0	1,50	1,50	1,44	1,44	1,65	1,65	2,0	2,0
POLICE	0,0	0,0	0,67	0,67	0,31	0,31	0,56	0,56	0,0	0,0

* Dywidenda warunkowa

Źródło: opracowanie własne na podstawie projektów uchwał oraz uchwał Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Podsumowanie

Spółki z udziałem Skarbu Państwa, od spółek prywatnych odróżnia pochodzenie. W większości przypadków powstały one w wyniku komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych. Należy podkreślić, iż rynek kapitałowy odegrał istotną rolę w realizacji procesów przekształceń własnościowych, albowiem giełda stanowiła zasadniczą ścieżkę prywatyzacyjną stosowaną wobec dużych przedsiębiorstw państwowych. Publiczny charakter spółek z udziałem Skarbu

Państwa wymaga poddania się tym samym procedurom i zasadom funkcjonowania co spółki prywatne.

Spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie posiadały zdefiniowane strategie dotyczące podziału zysku netto. Zarządy spółek formułując propozycje dotyczące podziału zysku realizowały założenia polityki dywidendy, które znalazły swe odzwierciedlenie w poparciu Skarbu Państwa.

Spółki nadzorowane przez Skarb Państwa w analizowanym okresie w sposób regularny wypłacały akcjonariuszom dywidendy, choć ta reguła nie dotyczyła wszystkich. Wypłata dywidendy była przede wszystkim uzależniona od osiągniętych wyników finansowych, w związku z tym straty wykazywane w przedsiębiorstwie kończyły się decyzjami o niewypłaceniu dywidendy. Analiza przeprowadzonych badań nie potwierdza tezy mówiącej o tym, iż Skarb Państwa wykorzystuje swoją pozycję w akcjonariacie i podejmuje decyzje przez pryzmat potrzeb budżetowych doprowadzając do nadmiernego odpływu kapitału w spółkach, które nadzoruje. Przeczy temu kilka faktów, a mianowicie to, że spółki wypłacały z reguły tylko część wypracowanych zysków akcjonariuszom pozostawiając pozostałą jego część w przedsiębiorstwie na rozwój, decyzje o wypłacie dywidend były zgodne z założeniami sformułowanymi w politykach wypłat dywidendy, tylko w 20% przypadków dochodziło do rozbieżności zdań między zarządem a akcjonariuszami (Skarbem Państwa), a wśród tych rozbieżności były trzy decyzje o obniżeniu lub niewypłaceniu w ogóle dywidendy.

Wbrew powszechnej opinii o realizowaniu polityki „drenażu” przez państwo w spółkach nadzorowanych przez Skarb Państwa, wydaje się, że u podstaw jego decyzji nie zawsze były potrzeby budżetu państwa, lecz konieczność zapewnienia źródeł finansowania niezbędnych w tworzeniu wzrostu wartości dla akcjonariuszy.

Bibliografia

- Duraj A.N. (2002), *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Kidyba A. (red.) (2015), *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Olszewski J. (red.) (2015), *Publiczne prawo gospodarcze*, C.H. Beck, Warszawa.
- Postuła I. (2013), *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.

Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych* (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. *o komercjalizacji i prywatyzacji* (Dz.U. z 1996 r. Nr 118 poz. 561 z późn. zm.).

Dividend Policy of Companies with the State Treasury's Share

Summary

The dividend policy is a declaration of the company's management board, which comprises general assumptions as to the manner of distribution of the retained earnings at an enterprise. The clearly and precisely defined dividend policy is an important source of information as regards expectations towards the company by its investors. The essential aim of the article is to analyse and assess the implemented policies of dividend pay-off by enterprises with the State Treasury's share listed on the Warsaw Stock Exchange. The analysis of the carried out research points out that companies with the State Treasury's share had defined policies of dividend payment that were expressed in regular and stable payments of dividends.

Key words: dividend, dividend policy, company with the State Treasury's share.

JEL codes: G10, G18

Artykuł nadesłany do redakcji w marcu 2017 roku.

© All rights reserved

Afiliacja:
dr Andrzej Kuciński
dr Magdalena Byczkowska
Akademia im. Jakuba z Paradyża
Wydział Ekonomiczny
Katedra Zarządzania Finansami
ul. Fryderyka Chopina 52
66-400 Gorzów Wielkopolski
tel.: 95 7216 015
e-mail: akucinski@ajp.edu.pl
e-mail: mbyczkowska@ajp.edu.pl