

PIOTR ADAMCZYK

REALIZACJA POLITYKI DYWIDENDY W WYBRANYCH SPÓLKACH Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA

Słowa kluczowe: polityka dywidendy, spółka akcyjna z udziałem Skarbu Państwa, stopa wypłaty dywidendy

Keywords: dividend policy, company with the State Treasury shareholding, dividend payout ratio

Klasyfikacja JEL: G35

Wprowadzenie

Pomimo upływu ponad dwudziestu lat od rozpoczęcia procesu przekształceń własnościowych w Polsce, zmierzającego do ograniczenia własności publicznej na rzecz prywatnej, Skarb Państwa wciąż pozostaje jedynym lub największym akcjonariuszem wielu przedsiębiorstw. Utrzymywanie własności publicznej i sprawowanie nadzoru właścicielskiego przez państwo jest najczęściej uzasadniane strategicznym charakterem przedsiębiorstwa, co w odniesieniu do niektórych spółek wydaje się jednak tezą dyskusyjną. Nie bez znaczenia pozostaje również fakt, że dywidendy wypłacane przez spółki, w których akcjonariuszem jest Skarb Państwa stanowią źródło dochodów budżetu państwa. Napięta sytuacja budżetowa sprawia, że w kwestii podziału zysku netto Skarb Państwa podejmuje działania niezgodne z rekomendacjami zarządów spółek.

Celem opracowania jest ocena zgodności polityki dywidendy realizowanej w wybranych spółkach akcyjnych z udziałem Skarbu Państwa z założeniami określonymi przez zarządy tych spółek. Badaniem objęto spółki, w których największym akcjonariuszem jest Skarb Państwa i których akcje są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jako dodatkowy warunek przyjęto fakt wypłacenia przez spółkę dywidendy co najmniej dwukrotnie w latach 2009–2012. Uwzględniono wyłącznie te dywidendy, w przypadku których dzień ustalenia prawa do dywidendy przypadał po wprowadzeniu akcji do obrotu giełdowego. Ostatecznie do badania zakwalifikowano 9 spółek.

Polityka dywidendy i jej uwarunkowania

Z posiadaniem akcji wiążą się liczne prawa o charakterze majątkowym i korporacyjnym, spośród których do najważniejszych należy zaliczyć: prawo do dywidendy, prawo poboru akcji nowych emisji oraz prawo udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Dywidenda jest w literaturze definiowana na wiele sposobów, przy czym definicje te można podzielić na dwie grupy. Część z nich akcentuje integralny związek dywidendy z zyskiem spółki i wskazuje na występowanie zysku jako finansowej przesłanki jej uchwalenia, w innych zaś zwraca się uwagę na związek dywidendy z własnością¹.

Według pierwszego podejścia dywidendę można zdefiniować jako część zysku wypłacanego akcjonariuszom² lub jako część zysku netto spółki przypadającą do wypłaty na jedną akcję, która jest określona w uchwale walnego zgromadzenia akcjonariuszy³. Według drugiego można określić dywidendę jako koszt korzystania z kapitału akcjonariuszy, dla których jest ona swoistym wynagrodzeniem za ryzyko wynikające z postawienia kapitałów do dyspozycji spółki⁴, zaś dla spółki jest ceną, jaką płaci inwestorowi za to, że kupił wyemitowane przez nią akcje⁵.

Zysk może być przetransferowany do akcjonariuszy w formie dywidendy lub poprzez nabycie akcji własnych. Decyzje dotyczące wysokości i struktury wypłat, ze względu na to, że są podejmowane regularnie i mogą ulegać zmianom z okresu na okres, określa się mianem polityki wypłat dla akcjonariuszy⁶. W ramach polityki wypłat można wydzielić jej część nazywaną polityką dywidendy, która jest określana jako działalność władzy przedsiębiorstwa, mająca na celu wykorzystanie dywidendy jako instrumentu pozwalającego na skuteczne tworzenie i utrwalanie warunków wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa⁷. W węższym ujęciu interpretuje się politykę dywidendy jako decyzję dotyczącą podziału zysku wygoszodarowanego przez przedsiębiorstwo w danym roku obrotowym⁸. Przedsiębiorstwo może dokonywać wypłaty dywidendy według:

- polityki stałej wysokości dywidendy na akcję,
- polityki stałej dywidendy z „dywidendą extra” w okresach znacznych przyrostów zysków,
- polityki stałej stopy wypłat dywidendy,
- rezydualnej (nadwyżkowej) polityki dywidendy,

¹ M. Kowerski: *Nabycie akcji własnych jako forma wypłaty na rzecz akcjonariuszy*. „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse” 2011, vol. 7, nr 4, s. 39.

² H.B. Mayo: *Wstęp do inwestowania*, K.E. Liber, Warszawa 1997, s. 289.

³ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 392.

⁴ M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 50.

⁵ *Ibidem*, s. 56.

⁶ F. Allen, R. Michaely: *Payout policy*, Wharton Financial Institutions Center 2002, s. 3.

⁷ A.N. Duraj: *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 82.

⁸ M. Wypych: *Strategie dywidendowe polskich spółek giełdowych*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Ostaszewski, Monografie i opracowania naukowe, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 93.

- polityki 100% stopy wypłat dywidendy,
- polityki zerowej stopy wypłat dywidendy⁹.

Badania empiryczne wskazują, że czynniki determinujące wypłatę dywidendy są niezależne od stopnia rozwoju rynku kapitałowego. Na rozwiniętych rynkach relatywnie większą skłonność do wypłaty dywidend wykazują spółki o dużej wartości księgowej aktywów, bardziej zyskowne, charakteryzujące się niższą dynamiką rozwoju i wyższą relacją zysków zatrzymanych do kapitału własnego¹⁰.

Z kolei w warunkach polskich decyzje o wypłacie dywidend chętniej podejmują spółki, które w poprzednim roku były bardziej rentowne, większe, dojrzsalsze, miały mniejsze możliwości inwestycyjne, charakteryzowały się mniejszą dźwignią finansową oraz mniejszym ryzykiem inwestowania w ich akcje. Spośród czynników makroekonomicznych na podejmowane przez spółki notowane na GPW w Warszawie decyzje dywidendowe wpływają: koniunktura gospodarcza, koniunktura rynkowa oraz polityka podatkowa. Nie bez znaczenia są również nastroje gospodarcze przedsiębiorców i konsumentów (akcjonariuszy), czyli czynniki o charakterze subiektywnym¹¹.

Polityka dywidendy stanowi zatem wypadkową wielu czynników o różnej sile oddziaływania. Do najważniejszych należy zaliczyć:

- preferencje inwestorów odnoszące się do dywidend,
- zawartość informacyjną ogłoszeń o poziomie dywidend,
- ograniczenia prawne dotyczące płacenia dywidend,
- wymagania funduszy inwestycyjnych co do stałego dochodu z kapitału,
- dostępność efektywnych możliwości inwestycyjnych i koszty emisji nowych akcji,
- dostępność gotówki na wypłaty dywidend,
- potrzebę utrzymania kontroli właścicieli nad spółką¹².

Rozpatrując politykę dywidend w kontekście celu głównego przedsiębiorstwa, traktuje się ją jako jeden z elementów strategii finansowej przedsiębiorstwa, który sprzyja kształtowaniu warunków zapewniających korzyści właścicielom i umacnianiu jego pozycji rynkowej¹³.

Przedsiębiorstwo formułuje politykę dywidendy uwzględniając możliwości inwestowania kapitału i jego dostępność. Optymalną politykę dywidendy można określić jako taki sposób korzystania z prawa do otrzymania i wypłacania dywidendy, który:

- jest zorientowany na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa,
- sprzyja rozwojowi przedsiębiorstwa, tworząc warunki do dokonywania inwestycji i wypłat na rzecz akcjonariuszy¹⁴.

⁹ A.N. Duraj: *op.cit.*, s.89.

¹⁰ D.J. Denis, I. Osobov: *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics” 2008, nr 89, s. 64–65.

¹¹ M. Kowerski: *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konserwatorium Akademickie, WSE w Krakowie, WSIZ w Rzeszowie, WSZiA w Zamościu, Kraków 2011, s. 314.

¹² M. Sierpińska: *op.cit.*, s. 119.

¹³ M. Wypych: *op.cit.*, s. 94.

¹⁴ A.N. Duraj: *op.cit.*, s. 84–85.

Wynika z tego, że wypłaty dywidendy nie należy traktować jako konkurencyjnej w stosunku do wzrostu wartości rynkowej akcji formy korzyści dla właścicieli i jako czynnika ograniczającego rozwój przedsiębiorstwa. Spółka powinna raczej poszukiwać właściwych proporcji podziału zysku, umożliwiających realizację obu celów. Zbyt wysokie dywidendy mogą w dłuższej perspektywie przyczynić się do zmniejszenia efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, natomiast zbyt niskie lub ich brak mogą zniechęcać do posiadania akcji inwestorów długoterminowych, którzy traktują dywidendę jako źródło dochodu z zainwestowanego kapitału.

Wybrane narzędzia pomiaru poziomu dywidend w spółkach

Pomiaru wartości wypłacanych dywidend i oceny polityki dywidendy dokonuje się zazwyczaj za pomocą różnych wskaźników, spośród których do najczęściej wykorzystywanych należą:

- dywidenda na 1 akcję,
- wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto,
- stopa wypłat dywidendy,
- stopa dywidendy.

Wskaźnik dywidendy na 1 akcję obrazuje kwotę zysku przeznaczanego na dywidendy, przypadającą na jedną akcję i oblicza się go według wzoru¹⁵:

$$\text{dywidenda na 1 akcję} = \frac{\text{dywidenda ogółem}}{\text{liczba akcji}} \quad (3.1)$$

Wskaźnik ten nie może jednak być wykorzystywany w analizach porównawczych ze względu na różną liczbę akcji poszczególnych spółek znajdujących się w obrocie. Ewentualnie można go stosować do oceny stabilności wysokości dywidendy w analizach dynamicznych odnoszących się do pojedynczej spółki. Jednak w przypadku, gdy spółka przeprowadzała nowe emisje akcji lub dokonywała *splitu*, dane przestają być w pełni porównywalne i w takich sytuacjach jego przydatność również jest ograniczona.

W analizach porównawczych, mających na celu ocenę polityki dywidendy realizowanej przez poszczególne spółki, większą rolę odgrywają takie wskaźniki, jak wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto oraz stopa wypłaty dywidendy. Pierwszy z nich oblicza się jako relację zysku netto i wypłaconej dywidendy w przeliczeniu na jedną akcję (wzór 3.2).

$$\text{wskaźnik pokrycia dywidendy} = \frac{\text{zysk netto na 1 akcję}}{\text{dywidenda na 1 akcję}} \quad (3.2)$$

Wskaźnik ten informuje, ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczanego na dywidendę. Obserwując zmiany w czasie wartości tego wskaźnika można stwierdzić czy

¹⁵ Wzory zaczerpnięto z: M. Sierpińska: *op.cit.*, s. 85–94.

spółka prowadzi stabilną politykę wypłat dywidend, czy też występują w tym zakresie duże wahania, mogące świadczyć o niestabilnej sytuacji ekonomicznej spółki.

Z kolei stopa wypłaty dywidendy obliczana jest jako iloraz dywidendy wypłacanej na jedną akcję i zysku netto na jedną akcję. Wskaźnik ten jest odwrotnością wskaźnika pokrycia dywidendy i odzwierciedla udział dywidendy w zysku netto (wzór 3.3).

$$\text{stopa wypłat dywidendy} = \frac{\text{dywidenda na 1 akcję}}{\text{zysk netto na 1 akcję}} \times 100\% \quad (3.3)$$

Wskaźnik ten ma jednak pewne wady. W sytuacji, gdy spółka notuje stratę, a dywidenda jest wypłacana ze specjalnie na ten cel utworzonych kapitałów rezerwowych, to stopa wypłaty dywidendy nie ma interpretacji. Stąd też niekiedy proponuje się odnoszenie dywidend na 1 akcję do kategorii zawsze lub najczęściej przyjmujących wartości dodatnie, takich jak aktywa na 1 akcję, wartość sprzedaży na 1 akcję lub kapitały własne na 1 akcję¹⁶.

Niska wartość wskaźnika wypłat dywidendy jest najczęściej wiązana z przeznaczeniem zysków na realizację projektów inwestycyjnych. Należy jednak pamiętać, że spółki część zysku netto mogą przeznaczyć na nagrody dla pracowników lub na fundusz świadczeń socjalnych. Nie można zatem traktować zysku pozostałego po wypłacie dywidendy jako zysku zatrzymanego.

Ostatnim z wymienionych wskaźników wykorzystywanych do oceny polityki dywidendy jest stopa dywidendy, obliczana jako iloraz wysokości dywidendy wypłacanej na jedną akcję i rynkowej ceny akcji. Jest to wskaźnik szczególnie istotny dla tych inwestorów, dla których głównym celem inwestowania w akcje jest otrzymywanie bieżących dochodów z inwestycji w postaci dywidendy, a nie dochodów wynikających ze wzrostu cen akcji. Niska na tle rynku wartość wskaźnika może wskazywać na przeszacowanie wartości akcji, natomiast wysoka na niedowartościowanie. Na rynku kapitałowym w Polsce wskaźnik ten wciąż odgrywa niewielką rolę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, gdyż większa część zysków z inwestycji w akcje wynika z różnic kursów akcji.

Polityka dywidendy i jej realizacja w spółkach z udziałem Skarbu Państwa objętych badaniem

Spośród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie Skarb Państwa na koniec 2012 roku był największym akcjonariuszem w 15 z nich. W badaniu uwzględniono tylko te spółki, które w latach 2009–2012, już jako spółki publiczne, co najmniej dwukrotnie wypłaciły dywidendę. Tego warunku nie spełniły: Azoty Tarnów, Ciech, Jastrzębska Spółka Węglowa, Lotos, PKN Orlen oraz Zakłady Chemiczne Police i dlatego pominięto je w dalszych analizach.

¹⁶ M. Kowerski: *op.cit.*, s. 17.

Do oceny zgodności deklarowanej przez spółkę polityki dywidendy z faktycznie prowadzonymi w tym względzie działaniami wykorzystano wskaźniki dywidenda na 1 akcję oraz stopa wypłaty dywidendy. Wybór tych dwóch wskaźników został podyktowany faktem, że większość z badanych spółek określa wypłacaną dywidendę jako procent zysku netto. W odniesieniu do każdej ze spółek porównaniem objęto dywidendy proponowane w projektach uchwał na walne zgromadzenie akcjonariuszy i faktycznie wypłacone. Na tej podstawie obliczono także hipotetyczne i rzeczywiste wartości wskaźnika stopy wypłaty dywidendy. Ponadto, aby lepiej zobrazować politykę realizowaną przez głównego akcjonariusza, dla każdego roku obliczono średnią ważoną stopę wypłaty dywidendy.

Większość spółek uwzględnionych w badaniu ma zdefiniowaną politykę dywidendy. Tylko w spółce Zakłady Azotowe Puławy SA, chociaż jest ona zaliczana do grona regularnie wypłacających dywidendę, nie podjęto uchwały regulującej kwestię polityki dywidendy. Najczęściej wysokość dywidendy jest określona jako procent jednostkowego lub skonsolidowanego zysku netto (tab. 1).

Tabela 1

Polityka dywidendy w spółkach z udziałem Skarbu Państwa objętych badaniem

Spółka	Polityka dywidendy
Enea	30–60% zysku netto wykazanego w jednostkowym sprawozdaniu finansowym
GPW	30–50% jednostkowego zysku netto
KGHM	do 700 mln zysku netto – brak dywidendy 700–1700 mln zysku netto – 200 mln + 50% nadwyżki ponad 700 mln, nie więcej niż 700 mln 1700–3700 mln zysku netto – 700 mln + 60 % nadwyżki ponad 1700 mln, nie więcej niż 1700 mln powyżej 3700 mln zysku netto – 1900 mln + 100% ponad 3700 mln
PGE	40–50% zysku netto grupy kapitałowej
PGNIG	dywidenda uzależniona od wyników finansowych spółki, wymogów wynikających z programu inwestycyjnego i uwarunkowań rynkowych
PKO BP	wypłata dywidendy w kwocie przewyższającej przyjęte wymogi kapitałowe: współczynnik wypłacalności na poziomie co najmniej 12%, a współczynnik wypłacalności dla funduszy rdzennych 9% (do 2012 r. polityka dywidendy zakładała wypłatę ok. 40% jednostkowego zysku netto)
Puławy	brak uchwały określającej politykę dywidendy
PZU	50–100% skonsolidowanego zysku netto (do 2011 r. 25–45%)
Tauron	do 2012 roku 30% skonsolidowanego zysku netto, po 2012 roku 40–50% skonsolidowanego zysku netto

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych spółek (16.12.2012).

W spółce Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo sformułowaną politykę dywidendy można określić jako rezydualną, gdyż skłonność do wypłaty dywidendy jest tam

uzależniona od potrzeb kapitałowych wynikających z prowadzonych inwestycji. Z kolei w spółce PKO BP wypłata dywidendy od 2013 roku ma być uzależniona od wymogów kapitałowych stawianych bankom.

Tabela 2 zawiera informacje o poziomie dywidendy proponowanej przez zarządy spółek uwzględnionych w badaniu i faktycznie wypłaconej na podstawie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy w latach 2009–2012 z zysku wypracowanego w poprzednim roku obrotowym. Uwzględnione zostały tylko dywidendy wypłacone po uzyskaniu statusu spółki publicznej.

Tabela 2

Dywidenda proponowana i wypłacona w latach 2009–2012 w spółkach objętych badaniem (w zł)

Spółka	2009		2010		2011		2012	
	Projekt uchwały	Uchwała WZA	Projekt uchwały	Uchwała WZA	Projekt uchwały	Uchwała WZA	Projekt uchwały	Uchwała WZA
Enea	0,00	0,46	0,21	0,38	0,25	0,44	0,24	0,48
GPW	–	–	–	–	3,21	3,21	0,87	1,44
KGHM	7,16	11,68	3,00	3,00	8,00	14,90	17,00	28,34
PGE	–	–	0,76	0,76	0,65	0,65	1,32	1,83
PGNIG	0,04	0,09	0,08	0,08	0,06	0,12	0,00	0,00
PKOBP	2,88	1,00	0,80	1,90	1,10	1,98	1,27	1,27
Puławy	4,30	4,30	2,55	8,15	1,00	1,00	3,06	3,66
PZU	–	–	10,91	10,91	26,00	26,00	20,30	22,43
Tauron	–	–	–	–	0,15	0,15	0,21	0,31

Źródło: opracowanie własne na podstawie projektów uchwał na ZWZA i uchwał ZWZA spółek objętych badaniem.

W badanym okresie tylko jeden raz miał miejsce przypadek, że spółka nie wypłaciła dywidendy. Sytuacja ta dotyczyła spółki PGNIG w 2012 roku, chociaż w sprawozdaniu finansowym za rok 2011 wykazała ona ponad 1,6 mld zł zysku netto. Kwota dywidendy na 1 akcję wypłacana przez poszczególne spółki charakteryzuje się dużą zmiennością, co wynika przede wszystkim ze zmienności kategorii finansowej, na której najczęściej opiera się polityka dywidendy, czyli zysku netto.

Zwraca również uwagę fakt, że z upływem czasu nasilają się rozbieżności między zarządami spółek a największym akcjonariuszem w kwestii podziału zysku netto. W roku 2012 w 7 spółkach na 9 objętych badaniem walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwaliło wyższą dywidendę niż proponowana przez zarząd. Różnica ta wynosiła niekiedy kilkadziesiąt, a w skrajnym przypadku (Enea SA) 100%. Za główną przyczynę takiego stanu rzeczy należy uznać chęć maksymalizowania dochodów budżetowych przez Skarb Państwa. Tak duże rozbieżności wskazują, że albo zarządy przeszacowują potrzeby kapitałowe spółek, albo największy akcjonariusz poprzez wypłatę zbyt wysokiej dywidendy naraża je na niedobory

kapitału i spadek efektywności działania w przyszłości. Częstotliwość, z jaką występuje tego typu sytuacja nakazuje przypuszczać, że to druga z wymienionych możliwości jest bardziej prawdopodobna.

Do nieco innych wniosków prowadzi porównanie wartości wskaźnika stopy wypłaty dywidendy, obliczonego na podstawie dywidend proponowanych przez zarządy spółek w projektach uchwał w sprawie podziału zysku netto oraz rzeczywistych uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy badanych spółek (tabela 3).

Tabela 3

Stopa wypłaty dywidendy w spółkach objętych badaniem w latach 2008–2012 (w %)

Spółka	2009		2010		2011		2012	
	Projekt uchwały	Uchwała WZA	Projekt uchwały	Uchwała WZA	Projekt uchwały	Uchwała WZA	Projekt uchwały	Uchwała WZA
Enea	0,00	99,65	29,99	54,92	30,00	53,30	31,79	63,22
GPW					99,77	99,77	30,14	49,89
KGHM	49,03	79,99	23,62	23,62	35,02	65,23	30,00	50,01
PGE			91,28	91,28	41,62	41,62	54,17	75,10
PGNIG	43,20	97,21	39,27	39,27	20,80	41,60	0,00	0,00
PKOBP	99,96	34,71	41,12	97,65	41,53	74,75	40,15	40,15
Puławy	24,85	24,85	25,04	80,04	53,79	53,79	25,87	30,95
PZU			67,42	67,42	63,84	63,84	67,88	75,01
Tauron					100,00	100,00	33,97	50,15
Średnia	67,28	60,33	49,13	63,79	43,26	60,69	37,89	52,31

Źródło: opracowanie własne na podstawie projektów uchwał na ZWZA i uchwał ZWZA spółek objętych badaniem.

W przypadkach, kiedy Skarb Państwa wnioskował wypłatę wyższej dywidendy niż proponowana przez zarząd, różnice w wartości wskaźnika stopy wypłaty dywidendy wynosiły niekiedy nawet kilkadziesiąt punktów procentowych. Od roku 2010 średnia ważona stopa wypłaty dywidendy jest o kilkanaście punktów procentowych wyższa od hipotetycznej wartości tego wskaźnika, obliczonej na podstawie projektów uchwał w sprawie podziału zysku netto. Potwierdza to tezę o istotnie różnym postrzeganiu potrzeb kapitałowych spółek przez zarządy i największego akcjonariusza.

Z drugiej strony średnia ważona stopa wypłaty dywidendy pomiędzy 2010 a 2012 rokiem obniżyła się z 63,79 do 52,31%, czyli o ponad 11 punktów procentowych. Można zatem stwierdzić, że większe oczekiwania Skarbu Państwa są w pewnym stopniu uzasadnione poprawą wyników finansowych spółek. W badanej grupie podmiotów zarządy od 2009 roku proponują przeznaczać na dywidendę średnio coraz mniejszą część zysku netto. Z przeprowadzonej analizy wynika, że Skarb Państwa zgadza się z taką polityką, jednak oczekuje, że tempo spadku udziału dywidendy w podziale zysku netto będzie niższe.

Porównanie deklarowanej polityki dywidendy z faktycznie realizowaną przez spółki prowadzi do stwierdzenia, że tylko w kilku przypadkach widoczne są znaczne rozbieżności. Dotyczy to przede wszystkim banku PKO BP w latach 2010–2011 oraz spółek energetycznych w 2012 roku. Częściej można natomiast zaobserwować inną sytuację. Zarządy spółek rekomendują przeznaczenie na dywidendę części zysku, która odpowiada dolnemu ograniczeniu witek określonych w ramach polityki dywidendy, natomiast Skarb Państwa głosuje na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy za podwyższeniem dywidendy do poziomu zbliżonego do górnego ograniczenia zakresu udziału dywidendy w zysku netto.

Podsumowanie

W ostatnich latach Skarb Państwa w odniesieniu do wielu spółek realizował politykę częściowej prywatyzacji, polegającą na wprowadzeniu akcji do obrotu giełdowego przy jednoczesnym zachowaniu pakietu umożliwiającego sprawowanie realnej kontroli nad spółką. Przeprowadzona analiza wskazuje, że spółki, w których Skarb Państwa jest największym akcjonariuszem w większości regularnie wypłacają dywidendę.

Coraz częściej ma miejsce sytuacja, że Skarb Państwa wnioskuje wypłacenie dywidendy wyższej niż rekomendowana przez zarząd. Działania podejmowane przez Ministerstwo Skarbu Państwa, choć niezgodne z polityką zarządu, często mieszczą się w ramach sformułowanej przez poszczególne spółki polityki dywidendy. Spadek średniej ważonej stopy wypłaty dywidendy w grupie spółek objętych badaniem wskazuje, że podejmowane próby maksymalizowania dochodów budżetu państwa z tytułu dywidendy są w pewnym stopniu uzasadnione dobrymi wynikami finansowymi spółek.

Opisane zjawisko może wynikać ze sprzeczności interesów zarządów spółek i największego akcjonariusza i wskazywać na występowanie konfliktów agencyjnych i ponoszenie przez spółki związanych z tym kosztów.

Literatura

- Allen F., Michaely R.: *Payout policy*, Wharton Financial Institutions Center 2002.
- Duraj A.N.: *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998.
- Kowerski M.: *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, WSE w Krakowie, WSIZ w Rzeszowie, WSZiA w Zamościu, Kraków 2011.
- Mayo H.B.: *Wstęp do inwestowania*, K.E. Liber, Warszawa 1997.
- Sierpińska M.: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Wypych M.: *Strategie dywidendowe polskich spółek giełdowych*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Ostaszewski, Monografie i opracowania naukowe, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.

Denis D.J., Osobov I.: *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, "Journal of Financial Economics" 2008, nr 89.

Kowerski M.: *Nabycie akcji własnych jako forma wypłaty na rzecz akcjonariuszy*, „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse” 2011, vol. 7, nr 4.

*dr inż. Piotr Adamczyk
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego*

Streszczenie

Celem opracowania była ocena zgodności polityki dywidendy realizowanej w wybranych spółkach akcyjnych z udziałem Skarbu Państwa z założeniami określonymi przez zarządy tych spółek. Stwierdzono, że w latach 2010–2012 coraz częściej występowała sytuacja, gdzie faktycznie wypłacona dywidenda była wyższa od proponowanej przez zarząd spółki. Podwyższenie dywidendy często mieściło się jednak w ramach określonej przez spółki polityki dywidendy.

THE IMPLEMENTATION OF DIVIDEND POLICY IN SELECTED COMPANIES WITH STATE TREASURY SHAREHOLDING

Summary

The aim of the paper was to examine the conformity of dividend policy implemented in selected joint stock companies with State Treasury Shareholding with the assumptions made by their management boards. The author observed that in the years 2010–2012 there was a frequent situation when the actually paid out dividend was higher than the one determined by the management board. The increase in dividend fit however in the dividend policy determined by the companies.