

**Jacek Uchman\***

## **Wpłaty dywidend w spółkach akcyjnych z udziałem Skarbu Państwa**

### **Wstęp**

Celem artykułu jest analiza wybranych zagadnień polityki dywidend wypłacanych przez spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa (SP). Uwzględniono umiejscowienie tej problematyki w teorii. Dokonano porównania cech charakterystycznych różnych form transferu środków na rzecz SP. W opracowaniu wykorzystywano studium przypadku kilku spółek giełdowych o zasygnalizowanej powyżej charakterystyce własnościowej pozwalające na wyciągnięcie ograniczonych wniosków dotyczących znaczenia polityki wypłat dla spółek i dla większościowego akcjonariusza.

### **1. Miejsce polityki dywidend w obszarze decyzji finansowych przedsiębiorstwa**

Niektóre z celów przedsiębiorstwa są wyznaczane poprzez jego funkcjonowanie w ramach konkretnej formy organizacyjno-prawnej. Należą do nich m.in. wypłaty dywidend. Wypłata dywidend jest rezultatem określonej kondycji finansowej firmy oraz specyfiki kapitału właścicielskiego, który nie partycypuje bezpośrednio i automatycznie w zysku firmy. Polityka dywidend spółki nie jest jednoznacznie zdeterminowana przez przepisy prawne. Stanowi sferę swobodnych decyzji przedsiębiorstwa, które może stosować różne preferencje w zależności od swoich priorytetów gospodarczych i bieżącej oraz przewidywanej sytuacji finansowej.

Obok innych czynników, duży wpływ na tę formę aktywności przedsiębiorstw wywiera jednak również polityka państwa, tzn. polityka pieniężna i fiskalna, a zwłaszcza polityka podatkowa. Elementy te nie mogą być ignorowane przez podmioty gospodarcze i nieraz w znaczący

---

\* Dr hab., prof. UEW, Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, jacek.uchman@ue.wroc.pl, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław

sposób modyfikują ich działania w sferze realnej i finansowej. Czynniki fiskalne mogą być także widoczne w przypadku decyzji spółek z udziałem SP. Wynikają one najczęściej z dużego udziału kapitałowego tego akcjonariusza.

Akcjonariuszom zależy najczęściej na wysokich wypłatach dywidend. Dotychczasowe doświadczenia dotyczące funkcjonowania polskich spółek giełdowych przemawiają za tym, że interesy drobnego akcjonariatu bywają czasem ignorowane<sup>1</sup>.

Spółka może regularnie wypłacać dywidendy wtedy, gdy nadwyżka przychodów nad kosztami ich uzyskania ma charakter trwały. Jeżeli nadwyżka jest jednorazowa albo jej wysokość wynika z fluktuacji okresowych, nie należy oczekiwać, że ta forma wypłat dla akcjonariuszy będzie pojawiać się systematycznie.

Podobnie, jak przechowywanie środków jako lokat finansowych albo dokonywanie inwestycji rzeczowych realizuje się przy spełnieniu kryteriów opłacalności, tak wypłata dywidend jest uzależniona od określonych, różnorodnych czynników. Mogą na nią wpływać opłacalne możliwości inwestycyjne, opodatkowanie dochodów, koszty transakcyjne, dostępność innych źródeł finansowania, w tym poziom oprocentowania kredytów. Ważnym czynnikiem jest poziom dźwigni finansowej i oczekiwania akcjonariuszy konkretnych spółek. Wypłat dokonuje się w kontekście przyszłych emisji i są one rodzajem zachęty dla potencjalnych nowych akcjonariuszy<sup>2</sup>.

Interesy i oczekiwania akcjonariuszy w zakresie wypłat dywidend mogą być zróżnicowane<sup>3</sup>. Można wyróżnić akcjonariuszy będących krajowymi osobami fizycznymi, krajowymi osobami prawnymi oraz będących podmiotami zagranicznymi. Podział taki zasadniczo odpowiada podziałowi według zróżnicowania opodatkowania, ale jednocześnie dobrze

---

<sup>1</sup> Jeżeli poziom wypłat jest niski, to do pewnego stopnia przeciwdziałać temu mogą tzw. zasady dobrych praktyk.

<sup>2</sup> Por. [Sierpińska, 1999; Damodaran, 2011, s. 538 nn.]. Damodaran uważa, że wyższy poziom dźwigni finansowej ogranicza możliwość wypłat na skutek obniżonej płynności i zwiększonych wymagań dawców kapitału obcego. Takie same sugestie pojawiały się już w: [Modigliani i inni, 1958, s. 228].

<sup>3</sup> W małych firmach — spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością polityka wypłat zależy od stanu środków pieniężnych właścicieli spółki i od zapotrzebowania na środki w spółce. Decyzje są mniej skomplikowane, ponieważ struktura kapitału jest prostsza i występuje mniej udziałowców.

klasyfikuje poszczególne grupy właścicieli<sup>4</sup>. Struktura akcjonariatu może mieć znaczenie w obszarze polityki wypłat.

Inwestorzy będący osobami prawnymi mogą być przedsiębiorstwami produkcyjnymi, ale także mogą to być instytucje finansowe, takie jak fundusze inwestycyjne czy fundusze emerytalne. Podmioty te mogą posiadać duże udziały w spółkach i w znaczący sposób wpływać na zachowanie firm w zakresie wypłat dywidend.

Instytucje te ze względu na swoje potrzeby i wysokie udziały w kapitale potrafią wymuszać na spółkach podwyższanie wskaźników wypłat dywidend (lub dążyć do ograniczenia poziomu wypłat). Skarb Państwa może być jednym z takich właścicieli. Często bywa właścicielem większościowym. Skarb Państwa posiada udziały w spółkach, które poprzednio były przedsiębiorstwami państwowymi, a następnie jednoosobowymi spółkami Skarbu Państwa. W obu wcześniejszych formach podmioty te nie płaciły państwu dywidend, a tylko dokonywały wpłat z zysku<sup>5</sup>.

Ważnym problemem w obszarze decyzji finansowych spółek jest także sposób transferu zysków do właścicieli. Kiedy właścicielem jest SP, ten problem dodatkowo wiąże się z potrzebami finansowymi państwa i prowadzoną przez to państwo polityką budżetową.

Możliwe formy transferu dochodów obejmują wpłaty, opłaty, dywidendę rozumianą tradycyjnie i podatki. Status formalno-prawny tych świadczeń jest odmienny, ale mają cechę wspólną, którą jest przesuwanie środków pieniężnych do właściciela. Państwo nie musi intencjonalnie dążyć do maksymalnego wykorzystywania różnych form transferu dochodów, jednak w sytuacji, gdy potrzeby budżetowe są znaczne, takie dążenia mogą się pojawić.

---

<sup>4</sup> Panuje powszechna opinia, że najbardziej zainteresowani wypłatą dywidend są zagraniczni inwestorzy, gdyż działają oni w skali międzynarodowej i mają zróżnicowane potrzeby w zakresie alokacji kapitału. W rozważaniach tych nie uwzględnia się jednak, że mogą oni otrzymywać wypłaty w różnych formach por. [Glen i inni, 1995, s. 12].

<sup>5</sup> Leksykalnie dywidendę można określić jako zysk z akcji wypłacany właścicielom spółki akcyjnej na podstawie przepisów Kodeksu spółek handlowych. Podczas gdy podstawę prawną wypłat z zysku stanowią: Ustawa z dnia 31 stycznia 1989 r. o gospodarce finansowej przedsiębiorstw państwowych i Ustawa z dnia 1 grudnia 1995 r. o wpłatach z zysku przez jednoosobowe spółki Skarbu Państwa.

## 2. Wypłaty dywidend i rola akcjonariuszy większościowych w teorii agencji

Interpretacja roli akcjonariusza państwowego może być wyjaśniana na gruncie różnych koncepcji teoretycznych, w tym rozważań dotyczących teorii własności czy też rozważań w obrębie ładu korporacyjnego. Jednym z takich ujęć jest teoria agencji. Jej dużym atutem w kontekście niniejszego tekstu jest uwzględnianie występowania różnych grup akcjonariuszy. Teoria agencji została sformułowana przez Jensena i Mecklinga, a następnie rozwijana przez tych samych i innych autorów [Jensen, 1986, s. 323-324; Jensen, Meckling, 1976, s. 305-360]. Teoria ta odnosi się do dużych spółek akcyjnych zarządzanych przez wykwalifikowanych menadżerów, których pozycja staje się znacząca przez fakt, że zajmują się oni na bieżąco działalnością przedsiębiorstwa. Dotyczy ona przede wszystkim struktury własnościowej i organizacyjnej przedsiębiorstw, i konsekwencji stąd wynikających. Udziałowcy spółek w państwach o gospodarkach rynkowych są różnorodni. Mogą to być większościowi inwestorzy instytucjonalni, którzy kontrolują sytuację finansową przedsiębiorstw. Mogą to również być inne podmioty, np. osoby fizyczne. Rozproszenie własności powoduje, że nie zawsze istnieje efektywna możliwość kontroli nad kadrą zarządzającą spółek.

Polityka dywidend w kontekście teorii agencji pokazuje sprzeczność interesów pomiędzy kadrą menadżerską a akcjonariuszami. Wypłata dywidend dla akcjonariuszy redukuje środki pieniężne kontrolowane przez kierownictwo firm, co oznacza, że ogranicza władzę tejże kadry zarządzającej i w przypadku korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania naraża ją na poddanie się kontroli rynku kapitałowego. Finansowanie wydatków inwestycyjnych z zysku pozwala na ominięcie kontrolnej funkcji rynku kapitałowego [Jensen, 1986, s. 323-324].

Akcjonariusze chcieliby wypłat wysokich dywidend, które są traktowane jako swego rodzaju środek gwarantujący dyscyplinę finansową, podczas gdy zarząd firmy wolałby ulokować resztę środków pieniężnych w przedsięwzięcia inwestycyjne o stopie zwrotu niższej od kosztu zainwestowanego kapitału bądź przeznaczyć wolne środki na funkcjonowanie wewnętrzne firmy w sposób nieefektywny. Kiedy jednak kadra kierownicza partycypuje we własności przedsiębiorstwa, wtedy jest to drugi, obok wypłat dywidend, czynnik gwarantujący realizację interesów akcjonariuszy.

Skala konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami a zarządzającymi może rosnać, zwłaszcza gdy rozproszenie akcjonariatu jest znaczne. Natomiast akcjonariusz (lub akcjonariusze) większościowy, może wybierać kierownictwo firm i w ten sposób sprawować ścisłą kontrolę nad firmą. Wtedy pojawia się także problem odmiennych interesów różnych grup akcjonariuszy. Konflikt może mieć miejsce, gdy akcjonariusze większościowi chcą wykorzystywać swoją uprzywilejowaną pozycję wobec akcjonariuszy mniejszościowych, a system prawny nie zabezpiecza należyście interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Zgodnie z teorią agencji poziom wypłacanych дывиденд jest zatem uzależniony także od poziomu zabezpieczenia prawnego interesów akcjonariuszy. Można np. porównać dwie spółki z kraju o wysokim poziomie prawnej ochrony akcjonariusza. Pierwsza z nich ma dobre okazje do dokonywania inwestycji, podczas gdy druga firma takich możliwości nie posiada. Jeśli akcjonariusze czują się chronieni, wtedy mogą zaakceptować wysoki poziom reinwestowanego zysku i niski poziom wypłat дывиденд. Nie będą zaniepokojeni, widząc, że w drugiej spółce poziom wypłat jest wysoki, ponieważ wiedzą, że mogą otrzymać wysokie дывиденды, kiedy zrealizowane inwestycje zaczną przynosić dochody [La Porta i inni, 1998].

Rozważania dotyczące akcjonariuszy większościowych (dominujących) w ramach szeroko rozumianej teorii agencji (i nadzoru korporacyjnego) rozwinęły się w ostatnich latach w następujących kierunkach: szacowanie kosztów, które kontrolujący akcjonariusze potrafią stworzyć; znaczenie istnienia problematyki akcjonariuszy dominujących dla zagadnienia wycen; oraz wpływ dominujących akcjonariuszy na obniżki cen akcji i wzrost kosztów agencji [Claessens i inni, 2000, s. 98-120; Gompers i inni, 2003, s. 107-156; Zingales, 1994, s. 125-148].

Wysoki wskaźnik wypłat, na gruncie teorii agencji, świadczy o dobrej kontroli akcjonariatu nad kadrami zarządzającą. W sytuacji zaś, gdy występuje akcjonariusz większościowy, który bez problemu może wpływać na kadrami zarządzającą, nie pojawia się problem odmienności celów tych dwóch grup interesariuszy (kadry zarządzającej i akcjonariusza większościowego).

Uogólniając, w ramach teorii agencji wysoki poziom wypłat w spółkach o większościowym akcjonariacie nie jest traktowany jako zjawisko negatywne. Rozważania koncentrują się na sytuacjach, w których większościowy akcjonariusz blokuje wypłaty дывиденд, a sam dokonuje

transferu środków na poziomie kosztów (często za granicę) i narusza tym samym interesy akcjonariatu mniejszościowego.

Kiedy akcjonariuszem większościowym jest SP i dąży do wzrostu wypłacanych dywidend, to różnice interesów między akcjonariuszami wydają się nie występować. Poziom wypłat oczekiwany przez SP może jednak wynikać z innej hierarchii celów tego podmiotu, w ramach której interesy spółki nie muszą być priorytetowe.

### **3. Dywidendy wypłacane przez spółki z udziałem SP z branży energetycznej**

Ilustracją empiryczną wspomnianej rozbieżności hierarchii celów może być analiza wypłat spółek giełdowych charakteryzujących się większościami udziałem SP. Powyższe kryterium spełnia branża energetyczna, w której poziom zaangażowania kapitału państwowego jest wysoki. Najważniejsze spółki subindeksu WIG-energia to: PGE (prawie 60% udział w portfelu), Tauron SA, Enea i CEZ (spółka czeska). Struktura własnościowa tych spółek jest zmienna, jednak wszystkie wykazywały większościami udział Skarbu Państwa w kapitale zakładowym.

Do porównań najwygodniej będzie posłużyć się wskaźnikiem wypłat dywidendy (wypłacone dywidendy/zysk netto). Wskaźnik wypłat dywidend jest pod kontrolą podmiotu gospodarczego. Oznacza to, że w mniejszym stopniu niż stopa dywidendy podlega nieprzewidywalnym wahaniom na skutek czynników zewnętrznych. Zmienność tego wskaźnika wynika ze zmienności zyskowności, ale także ze zmienności płynności podmiotu gospodarczego mającej swoje źródło w niepewności prowadzenia działalności gospodarczej. Wysokość wskaźnika wypłat dywidendy za dany rok nie wpływa na poziom mierników zyskowności, tj. rentowności kapitału własnego i rentowności aktywów za dany rok. Ma ona głównie znaczenie dla przyszłości, czyli że dopiero w długim okresie może wpływać na kształtowanie tych wskaźników i poziom inwestycji rzeczowych.

Oczywiście przy analizie tak krótkiego okresu trudno mówić o długookresowej polityce dywidend w tych spółkach. Brak jednoznacznie określonej polityki dywidend dotyczy zresztą większości spółek giełdowych<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Większość spółek giełdowych nie wypłaca regularnych dywidend. W jeszcze większym stopniu ten problem dotyczył lat 90. XX w.

**Tablica 1. Wysokość wskaźnika wypłat dywidend w najważniejszych spółkach subindeksu WIG-energia za lata 2008–2011 (w %)**

Spółka	2008	2009	2010	2011
ENEA S.A.	-*	32,6%	30,3%	60%
PGE S.A.	-*	30,8%	33,8%	70%
TauronPE S.A.	92%	-	30,2%	50%
CEZ**	56,%	55%	57%	59,4%

\* jako jednoosobowa spółka SP dokonywała wypłat z zysku brutto pomniejszonego o podatek dochodowy w wysokości 15% podstawy opodatkowania, które można uznać za porównywalne do wypłat dywidendy – wpłaty te wcześniej były nazywane dywidendami,  
 \*\*akcjonariuszem większościowym jest Ministerstwo Finansów Republiki Czeskiej

Źródło: Obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek i informacji z ich stron internetowych.

Można jednak spróbować się zastanowić, czy poziom wypłat jest adekwatny do ich możliwości i potrzeb inwestycyjnych.

Poziom wypłacanych dywidend polskich spółek można porównywać do wcześniejszych wypłat z zysku jednoosobowych spółek SP. Poziom ten wzrósł, ale nie sposób nie zauważyć, że poziom wypłat w spółce CEZ niebędącej wszak podmiotem kontrolowanym przez SP był również wysoki. Nie można więc jednoznacznie określić, że spółki te są nadmierne eksploatowane finansowo przez swojego głównego akcjonariusza. W przypadku wypłat dywidend za 2011 r. trzeba jednak podkreślić, że zarządy wszystkich 3 polskich spółek rekomendowały o połowę niższy poziom wypłat, ale na walnych zgromadzeniach przegłosowywano wariant wypłat proponowany przez MSP.

Wysoki poziom wypłat może dobrze świadczyć o kondycji finansowej spółek, warto jednak uwzględnić specyfikę ich działalności. Jest to branża strategiczna charakteryzująca się dużymi nakładami inwestycyjnymi i znaczeniem dla bezpieczeństwa kraju. Potrzeby inwestycyjne wynikają ze specyfiki branży, ale także z różnych porozumień międzynarodowych zawieranych przez Polskę, zwłaszcza na szczeblu unijnym. Wydatki inwestycyjne spółek dotyczyły modernizacji zdekapitalizowanych sieci energetycznych, inwestowania w elektrownie wiatrowe, fuzje i przejęcia. Spółki ponosiły duże nakłady inwestycyjne. Rosły one z roku na rok. Spółki deklarowały dalsze zwiększanie nakładów inwestycyjnych (z wyjątkiem CEZ). Środki na inwestycje pochodziły ze źródeł własnych

uzupełnianych kredytem bankowym<sup>7</sup>. Skala wydatków inwestycyjnych była znaczna, ale niekiedy uważa się, że niewystarczająca w stosunku do potrzeb, zwłaszcza że Polskę czekają jeszcze procesy dostosowawcze związane z obniżeniem poziomu emisji CO<sub>2</sub> (oraz wzrost nakładów do 2020 r.) i dalszą modernizacją energetyki klasycznej (energetyka jądrowa to sprawa dalszej przyszłości)<sup>8</sup>. Trudno jednoznacznie określić, jaki poziom nakładów inwestycyjnych w tej branży byłby odpowiedni. Specjaliści nie są w tych sprawach precyzyjni.

#### 4. Dywidendy a inne formy transferu dochodów na rzecz SP

Dywidenda jest formą transferu dochodów na rzecz akcjonariuszy. Jak już jednak wspomniano, w jednoosobowych spółkach SP była ona zastępowana wpłatami z zysku. Podobnie może być odczytywane wprowadzenie podatku od wydobycia niektórych kopalin. Podatek ten ma co prawda charakter renty surowcowej i ze względu na specyfikę podstawy opodatkowania nie może być uznawany za obciążający dochód podatnika (którym jest KGHM), jednak kontekst wprowadzenia tego świadczenia podatkowego i tryb wprowadzenia (krótkie *vacatio legis*) wskazuje na intencję zagwarantowania sobie stałego źródła dochodów od rentownej spółki. Wymiar tego podatku jest ustalany w oderwaniu od zysku spółki, a jego wysokość — jako iloczyn ilości wydobytej lub przetworzonej miedzi wyrażonej w tonach i stawki podatku wyznaczonej przez przeciętną cenę 1 tony miedzi<sup>9</sup>. Konstrukcyjnie, a także z punktu widzenia formalno-prawnego podatek ten nie ma zatem dużego związku z dywidendą. Sens ekonomiczny tego świadczenia z punktu widzenia interesów budżetu jest jednak zbliżony do dywidendy, którą spółka (KGHM) płaci swojemu głównemu akcjonariuszowi. Warto więc porównać wybrane cechy tych świadczeń.

<sup>7</sup> W latach 2009-2011 nakłady inwestycyjne w tych spółkach wynosiły: ENEA S.A. — 2 786 mln PLN, TAURON PE S.A. — 5260 mln PLN, CEZ — 169,4 mld CZK, PGE S.A. (2010-2011) — 10 756 mln PLN. Informacje pochodzą ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych za poszczególne lata.

<sup>8</sup> Jest to obszerne i wielowątkowe zagadnienie poruszane w różnych opracowaniach branżowych, np.: NBP (2012). Krótkookresowe skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno- klimatycznego w gospodarce Polski, także w: PwC Polska sp. z o.o., ING Bank Śląski S.A. (2011). Finansowanie inwestycji energetycznych w Polsce.

<sup>9</sup> Wysokość tego podatku w przypadku srebra jest ustalona jako iloczyn ilości wydobytego lub przetworzonego srebra wyrażonego w kilogramach i stawki podatku wyznaczonej przez przeciętną cenę 1 kg srebra.

**Tablica 2. Charakterystyka wybranych form transferu dochodów ze spółek z udziałem SP**

Forma transferu dochodów	Charakterystyka z punktu widzenia skutków dla spółki i SP
Klasyczna dywidenda zgodna z zapisami w KSH	Decyzja o wypłacie zależy od udziału kapitałowego akcjonariusza publicznego (SP): <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ewentualnie od zapisów w statucie spółek</li> <li>2) generalnie brak możliwości wykluczenia partycypacji innych akcjonariuszy w zyskach</li> <li>3) w przypadku większościowego udziału SP relacje inwestorskie w spółce są zakłócone i to niezależnie od decyzji w sprawie wypłat</li> </ol>
Świadczenia parafiskalne i podatkowe (np. wpłaty z zysku, podatek od wydobycia kopalin)	Nie są świadczeniem uznaniowym w tym sensie, że zasady ich obliczania są jednoznacznie zdefiniowane w przepisach prawa. Niektóre z nich nie zależą od poziomu uzyskiwanych dochodów: <ol style="list-style-type: none"> <li>1) mają charakter selektywny, tzn. transfer dochodów jest przekazywany tylko do SP (budżetu) i wpływy te nie zasilają innych akcjonariuszy</li> <li>2) w sytuacji ewentualnego wycofania się kapitałowego SP ze spółki, wpływy z tych świadczeń nadal zasilają system budżetowy</li> <li>3) wady i zalety charakterystyczne dla świadczeń podatkowych</li> </ol>

Źródło: Opracowanie własne. Pominięto charakterystykę innych świadczeń o naturze fiskalnej będących dochodem akcjonariusza SP i przyjęto założenie, że najważniejszym celem dla niego jest osiągnięcie określonego poziomu dochodów.

Może być wiele form płatności na rzecz SP. Mogą one być porównywalne ze względu na cele ekonomiczne, które w przypadku tego akcjonariusza są często celami fiskalnymi. Mogą być też oceniane pod kątem stopnia realizacji tego celu. Pod względem formalno-prawnym i konstrukcyjnym są to świadczenia odmienne.

## Zakończenie

Potrzeby inwestycyjne spółek mają z jednej strony charakter zindywidualizowany, z drugiej wynikają ze specyfiki branży. Zysk jest traktowany jako podstawowe źródło finansowania inwestycji, stąd jego podział ma kluczowe znaczenie dla spółek. Mogą one oczywiście korzystać z innych źródeł finansowania. Pojawia się jednak pytanie, czy są to decyzje dobrowolne i np. spółki chcą skorzystać z dobrodziejstw zadłużania, czy też mogą być one do korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania zmuszone? Te

problemy wynikają z faktu, że w przypadku spółek z dużym udziałem SP, intencje decyzji tego akcjonariusza nie zawsze muszą być identyczne z intencjami akcjonariuszy prywatnych, a czasem także z interesami spółek.

Uwarunkowania wysokości i form wypłat dywidend w sytuacji, kiedy większościowym akcjonariuszem jest SP, może różnić się od uwarunkowań wypłat w sytuacji, gdyby akcjonariusz większościowy był prywatny. Klasyczne czynniki decydujące o polityce wypłat mogą być w praktyce zawieszane. W związku z tym pojawia się pytanie, czy te zagadnienia można rozpatrywać w konwencji teorii agencji. Koncepcja ta wyróżnia interesy różnych grup interesariuszy. Uwzględnia się znaczenie interesów akcjonariuszy dominujących (większościowych) i możliwy konflikt interesów pomiędzy tą grupą a pozostałymi akcjonariuszami. Interesy SP mieściłyby się w ramach interesów akcjonariuszy większościowych, jednak widać, że czasem SP nie jest takim akcjonariuszem jak mający status większościowego akcjonariusze prywatni. Wynika to częściowo z innych priorytetów tego akcjonariusza. Interes spółki jest interesem jednego przedsiębiorstwa, natomiast interes budżetu państwa jest interesem całego państwa. Rozumiany jako nadrzędny, interes fiskalny SP, może przesądzać o takim, a nie innym, zagospodarowaniu zysków spółek. Priorytety mogą być więc odmienne niż u akcjonariuszy prywatnych. Nie można jednoznacznie rozstrzygnąć, czy interes fiskalny SP jest rozumiany zbyt wąsko w kontekście potrzeb i możliwości analizowanych w opracowaniu spółek. Powstaje pytanie, czy wysoki (relatywnie do środków i potrzeb inwestycyjnych spółek) wskaźnik wypłat dywidendy nie limituje ich szans rozwojowych? Precyzyjne ustalenie przyszłych potrzeb inwestycyjnych tych spółek jest trudne. Zwłaszcza, że zachodziłaby tu potrzeba uwzględnienia czynników zewnętrznych.

Problematyka wypłat w spółkach z większościowym udziałem kapitałowym SP jest dosyć specyficzna, ponieważ trudno tutaj o jednoznaczne i trwałe wnioski. Nawet jeżeli uzna się, że w decyzjach akcjonariusza większościowego dominuje optyka budżetowa, to sytuacja budżetu jest również dynamiczna i wysoki deficyt w jednym roku nie musi się powtórzyć w roku następnym w takiej samej skali. Stąd presja SP na wysoki poziom wypłat w przyszłości nie musi być duża. Ponadto w przywoływanych spółkach struktura własnościowa akcjonariatu w badanym okresie zmieniała się w kierunku zmniejszania udziału SP (choć wciąż jest on dominujący). Być może, że kolejne zmiany własnościowe zredukują ten problem.

Podstawowe znaczenie dla źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce i w wielu krajach rozwiniętych mają zyski zatrzymane. Z drugiej strony na gruncie empirycznym wydaje się, że w niektórych państwach nie widać sprzeczności pomiędzy poziomem wypłacanych дивиденд a poziomem inwestycji rzeczowych w gospodarce<sup>10</sup>. Na wielkość działalności inwestycyjnej i dostęp do zewnętrznych źródeł ich finansowania w dużym stopniu może wpływać rozwój systemu finansowego państwa.

## Literatura

1. Allen F., Michaely R. (1995), *Dividend Policy*, [w:] *Finance*, red. R.A. Jarrow, V. Maksimovic, W.T. Ziemba, Elsevier, Amsterdam.
2. Claessens S., Djankov S., Lang L.H. (2000), *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, „Journal of Financial Economics”, vol. 58, no. 1.
3. Damodaran A. (2011), *Applied corporate finance*, J. Wiley & Sons, New York, 3<sup>rd</sup> ed.
4. Glen J., Karmokolias Y., Miller R.R., Shah S. (1995), *Dividend policy and behavior in emerging markets, to pay or not to pay*, International Finance Corporation, Discussion paper, no. 26, The World Bank Washington D.C.
5. Gompers P., Ishii J., Merick A. (2003), *Corporate governance and equity prices*, „Quarterly Journal of Economics”, vol. 118, no. 1.
6. Jensen M. (1986), *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review Papers and Proceedings”, vol. 76, no. 2.
7. Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, no. 4.
8. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998), *Agency problems and dividend policies around the world*, NBER Working Paper 6594, June.
9. Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „American Economic Review”, vol. 48, no. 3.

---

<sup>10</sup> W USA poziom wypłat mierzony wskaźnikiem stopy wypłat дивиденд był na przestrzeni wielu lat bardzo wysoki i nie wpływał ujemnie na zdolność rozwojową przedsiębiorstw. Wskaźniki wypłat дивиденд w latach 1971-1992 we wszystkich korporacjach nie były niższe niż 40%, kształtowały się od poziomu 45% w 1972 do 57% w latach 1991-1992 [Allen, Michaely, 1995, s. 798].

10. NBP, *Krótkookresowe skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno-klimatycznego w gospodarce Polski* (2012), Warszawa.
11. *Finansowanie inwestycji energetycznych w Polsce* (2011), PwC Polska sp. z o.o., ING Bank Śląski S.A.
12. M. Sierpińska (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków.
13. Ustawa z dnia 1 grudnia 1995 r. o wpłatach z zysku przez jednoosobowe spółki Skarbu Państwa, Dz. U. Nr 154, poz. 792 z późn. zm.
14. Ustawa z dnia 31 stycznia 1989 r. o gospodarce finansowej przedsiębiorstw państwowych, Dz. U. z 1992 r. Nr 6, poz. 27 z późn. zm.
15. Ustawa z dnia 15.02.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz. U. z 2011 r. nr 74, poz. 397 z późn. zm.
16. Ustawa z dnia 15.09.2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
17. Ustawa z dnia 2 marca 2012 r. o podatku od wydobycia niektórych kopalin, Dz. U. poz. 362.
18. Zingales L. (1994), *The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange Experience*. „Review of Financial Studies”, vol. 7, no. 1.

## Streszczenie

W artykule przedstawiono czynniki kształtujące wypłaty dywidend w spółkach z większościowym udziałem Skarbu Państwa. Rozważano teoretyczne i praktyczne aspekty problemu. Analizie zostały poddane wskaźniki wypłat dywidend w wybranych spółkach z większościowym udziałem Skarbu Państwa. Porównano również różne formy wypłat w spółkach z większościowym udziałem Skarbu Państwa.

## Słowa kluczowe

polityka dywidend, dystrybucja zysków, teoria agencji

## Dividend payments in state controlled companies (Summary)

The article deals with factors affecting dividend payments in state owned companies. It considers theoretical and practical aspects of this problem. It analyses dividend payout ratios in selected state controlled companies. It also compares selected types of profits distributions in state controlled companies in Poland.

## Keywords

dividend policy, profit distributions, agency theory