

mgr Szymon Filipczak
mgr Jakub Krawczyk

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Dywidenda jako źródło dochodów budżetu państwa w Polsce

Wprowadzenie

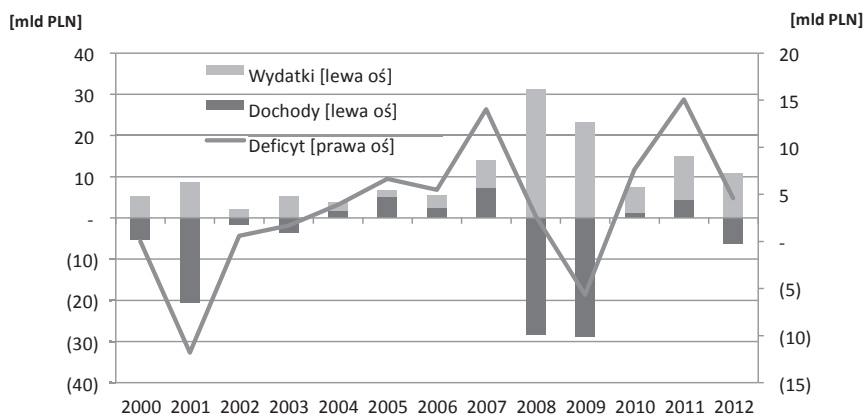
Istotny spadek podatkowych dochodów budżetowych w latach 2008–2009, który był efektem przede wszystkim spowolnienia gospodarczego, zmusił Ministerstwo Finansów do poszukiwania rozwiązania problemu niekontrolowanego wzrostu deficytu budżetu w warunkach trudnej sytuacji rynkowej. Jednym ze źródeł dochodów budżetu jest dywidenda wypłacana przez spółki, w których udziały ma Skarb Państwa. Celem tej pracy jest weryfikacja hipotezy o pobraniu przez Skarb Państwa nadmiernej dywidendy z kontrolowanych przezeń spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), przy ograniczonym uwzględnieniu interesu zarówno samych spółek, jak i ich mniejszościowych akcjonariuszy. Badanie obejmuje lata 2000–2013, a jego przedmiotem jest polityka dywidendowa realizowana przez Skarb Państwa wobec spółek publicznych, których jest on akcjonariuszem. Badanie polega na analizie historycznych danych dotyczących wysokości rekomendowanych przez zarządy dywidend, a także ostatecznej wysokości wypłaconych dywidend (m.in. w kontekście udziału Skarbu Państwa w akcjonariacie analizowanych spółek). W pierwszej artykule przybliżono charakterystykę obszaru badania oraz genezę problemu badawczego. W następnej części przeprowadzono przegląd literatury przedmiotu. W kolejnych częściach przeanalizowano dane historyczne oraz sformułowano wnioski końcowe.

1. Charakterystyka obszaru badania

Spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, będące m.in. skutkiem globalnego kryzysu finansowego, miało istotne znaczenie dla wielu obszarów gospodarki. Niższa aktywność gospodarcza przedsiębiorstw, rosnące bezrobocie

oraz ograniczona konsumpcja spowodowały znacznie niższą realizację dochodów budżetu państwa niż zapisano to w ustawach budżetowych na 2008 r. oraz 2009 r. Nieplanowany wzrost deficytu był dla rządu dużym wyzwaniem w obliczu nie-sprzyjających warunków rynkowych. Chcąc pokryć dodatkowy deficyt emisją obligacji skarbowych, rząd musiałby zaakceptować relatywnie wysokie koszty pozyskania finansowania dłużnego. Rozwiązaniem, na które się zdecydowano, było silne ograniczenie wydatków budżetowych. Historyczne dane dotyczące różnicy w zrealizowanych dochodach, wydatkach oraz deficycie w relacji do zapisów w ustawach budżetowych obrazuje wykres 1.

Wykres 1
Rzeczywiste dochody, wydatki, deficyt budżetu państwa a ustawy budżetowe
w latach 2000–2012

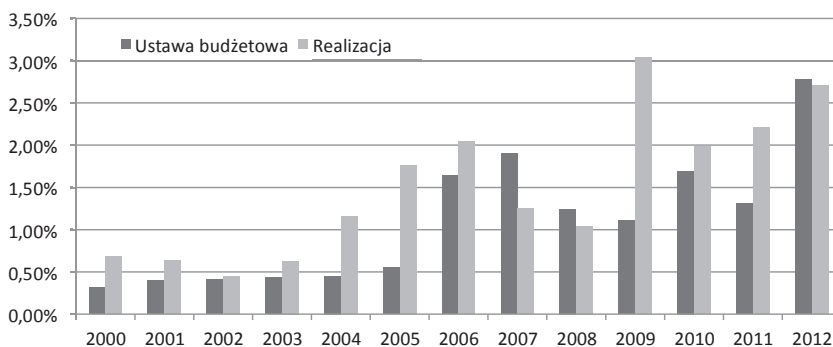


Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań Ministerstwa Finansów z wykonania budżetu państwa.

Przedmiotem niniejszej pracy jest analiza prowadzonej przez Skarb Państwa polityki dywidendowej wobec spółek publicznych, ze szczególnym uwzględnieniem okresu kryzysu. Analiza ma charakter empiryczny, a jej wyniki zostały skonfrontowane z poglądami teoretycznymi na ten temat w literaturze przedmiotu. Hipoteza badawcza zakłada, że w okresie niespodziewanego spadku dochodów budżetowych, podmioty sprawujące dominujące funkcje właścicielskie wobec majątku Skarbu Państwa decydują się na pobieranie wyższej dywidendy, przy ograniczonym uwzględnieniu interesu zarówno samych spółek, jak i mniejszościowych akcjonariuszy. Dywidenda otrzymywana przez Skarb Państwa nie była w okresie badania podstawowym źródłem dochodów budżetu, jednak jej znaczenie rosło. W 2000 r. zrealizowane dochody z tytułu dywidend stanowiły zaledwie 0,69% dochodów budżetu ogółem, natomiast w 2012 r. było to już 2,71%. Rekordowy pod tym względem był 2009 r., kiedy dochody z dywidend stanowiły 3,04% dochodów ogółem.

Z punktu widzenia celów artykułu i kontekstu przeprowadzanej analizy, interesujące jest również zestawienie danych z ustaw budżetowych oraz wykonania budżetów. Od 2000 r. zanotowano jedynie trzy lata, w których stosunek założonych dochodów z dywidend do dochodów ogółem zapisanych w ustawach budżetowych był wyższy niż rzeczywista realizacja. Podsumowanie tych danych przedstawiono na wykresie 2.

Wykres 2
Planowanie i realizacja dochodów z dywidend ogółem w latach 2000–2012



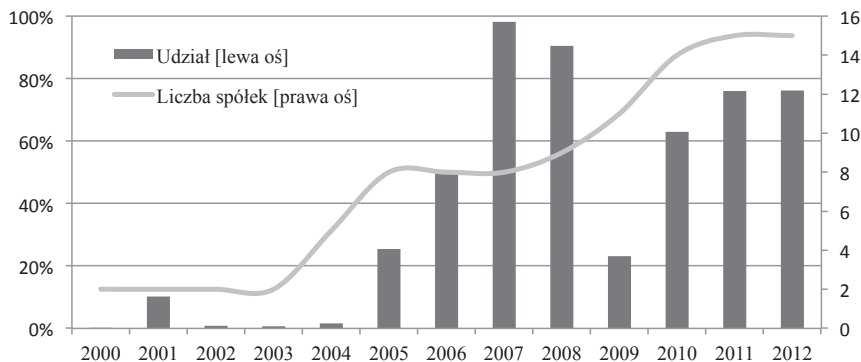
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań z wykonania budżetu państwa Ministerstwa Finansów

Skarb Państwa, będący wiodącym akcjonariuszem w poszczególnych spółkach (uwzględniając odpowiednio wysoki udział w głosach na Walnym Zgromadzeniu, bądź uprzywilejowujące zapisy w statutach spółek) wpływa na decyzję o wysokości wypłacanych przez spółki dywidend. Zasadność oraz skutki tych decyzji powinny być analizowane zwłaszcza w przypadku spółek publicznych, w których są akcjonariusze mniejszościowi. W praktyce są to inwestorzy indywidualni oraz instytucje finansowe, które zdecydowały się zainwestować w częściowo sprywatyzowane przedsiębiorstwa (wykres 3 pokazuje skalę tego zjawiska). Do 2005 r. Skarb Państwa mógł prowadzić politykę dywidendową biorąc pod uwagę jedynie własne potrzeby. W kolejnych latach przeprowadzono wiele prywatyzacji kluczowych przedsiębiorstw i dla budżetu znaczenie wypłacanych dywidend istotnie wzrosło. Rekordowy pod tym względem był 2007 r., kiedy ponad 98% dochodów budżetu z tytułu dywidend pochodziło ze spółek publicznych notowanych na GPW. Nawet pominiawszy 2009 r., kiedy to spółka PZU – krótko przed przeprowadzeniem oferty publicznej akcji i wprowadzeniem akcji do obrotu na GPW – wypłaciła Skarbowi Państwa znaczną dywidendę, znaczenie tego źródła dochodów budżetowych utrzymuje się na wysokim poziomie (powyżej 60% wpływów z dywidend ogółem).

Co roku Magazyn Forbes przygotowuje ranking Global 2000, którego przedmiotem są największe spółki publiczne z całego świata. Na podstawie czterech wskaźników (przychodów ze sprzedaży, zysków netto, wartości aktywów oraz

kapitalizacji rynkowej) pozycjonuje on przedsiębiorstwa pod względem ich wielkości. Bazując na rankingu z 2011 r., zespół pracowników OECD (Kowalski, Büge, Sztajerowska oraz Egeland 2013) przeprowadził badanie mające na celu określenie wpływu przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo na gospodarkę. W gronie dwóch tysięcy największych firm na świecie znalazło się zaledwie sześć pochodzących z Polski, z czego wszystkie są kontrolowane przez Skarb Państwa (PKO BP, PGE, PKN Orlen, PZU, KGHM, PGNiG). W realiach globalnej konkurencji, szczególnie ważne wydaje się podjęcie dyskusji na temat prowadzonej przez te spółki polityki dywidendowej. Konsekwencją wypłaconej przez przedsiębiorstwo dywidendy jest bowiem zmniejszenie jego budżetu inwestycyjnego. Jeżeli w opinii zarządu, przedsiębiorstwo posiada nadwyżki finansowe, których wykorzystanie do finansowania opłacalnych projektów inwestycyjnych jest wątpliwe czy ryzykowne, uzasadnione wydaje się wypłacenie ich akcjonariuszom. Natomiast efektywność prowadzonej polityki dywidendowej może podlegać dyskusji w sytuacji odwrotnej, gdy spółka decyzją Walnego Zgromadzenia wypłaca większą dywidendę niż rekomendował to zarząd.

Wykres 3
Udział dywidend wypłaconych przez spółki publiczne w dochodach z dywidend budżetu państwa ogółem oraz liczba notowanych spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa na GPW



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań z wykonania budżetu państwa Ministerstwa Finansów oraz sprawozdań finansowych spółek

Ponieważ przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu jest polityka dywidendowa prowadzona przez Skarb Państwa, powyższe dane zostały uporządkowane według stosunku zysku netto do Produktu Narodowego Brutto (PNB). Zsumowane zyski netto zaledwie sześciu polskich przedsiębiorstw stanowią 1,30% polskiego PNB. Jest to jeden z najwyższych wskaźników w badanych krajach OECD. Pokazuje to znaczenie przedsiębiorstw kontrolowanych przez Skarb Państwa dla całej gospodarki i szczególnej odpowiedzialności za prowadzenie efektywnej polityki dywidendowej.

Tabela 1
Wybrane wielkości finansowe w relacji do PNB za 2010 r. w krajach OECD
dla przedsiębiorstw objętych badaniem

Kraj	Przychody ze sprzedaży	Zysk netto	Wartość aktywów	Kapitalizacja
Norwegia	25,00%	2,10%	32,70%	25,90%
Polska	12,40%	1,30%	27,20%	14,80%
Czechy	5,60%	1,30%	15,40%	13,10%
Belgia	2,60%	0,90%	31,40%	2,90%
Finlandia	3,30%	0,70%	11,50%	10,60%
Szwecja	3,40%	0,70%	7,60%	8,10%
Szwajcaria	3,10%	0,60%	27,80%	7,10%
Francja	7,90%	0,40%	23,00%	7,10%
Grecja	5,80%	0,40%	23,20%	3,80%
Korea Płd.	6,80%	0,20%	48,30%	4,00%
Austria	1,10%	0,10%	3,80%	3,10%
Turcja	0,70%	0,10%	0,80%	0,40%
Niemcy	0,10%	0,00%	0,30%	0,20%
Włochy	0,40%	0,00%	0,80%	0,20%
Japonia	0,50%	0,00%	0,80%	0,80%
Wielka Brytania	2,80%	-0,10%	96,80%	3,20%
USA	2,70%	-0,10%	38,50%	0,40%
Irlandia	6,50%	-1,90%	133,20%	0,30%

Źródło: Kowalski, P., Büge, M., Sztajerowska, M., Egeland, M., 2013, *State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications*, OECD Trade Policy Paper nr 147.

2. Przegląd literatury

Problem polityki dywidendowej jest w literaturze często ukazywany w kontekście maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Miller i Modigliani (1961) na podstawie swoich badań doszli do konkluzji, że w teorii polityka dywidendowa jest neutralna z punktu widzenia wartości dla akcjonariusza. Całkowicie przeciwny pogląd głosili m.in. Miller i Rock (1985), według których wypłacana przez spółkę dywidenda może być sygnałem dla rynku o jej przyszłej kondycji finansowej, co z kolei znajduje swoje odzwierciedlenie w kursie akcji. Badania empirycznie w późniejszych latach nie potwierdzały jednoznacznie tej tezy (DeAngelo, DeAngelo i Skinner 1996).

Bardziej praktyczne spojrzenie na problem polityki dywidendowej sprowadza się do stwierdzenia, że przedsiębiorstwa ustalają długoterminowy, docelowy poziom podziału wygenerowanego zysku i okres, w jakim chcą go osiągnąć (Lintner 1956). Inne interesujące podejście do kwestii polityki dywidendowej zaproponował m.in. Jensen (1986) czy Easterbrook (1984). W ich przekonaniu, dzielenie się przez spółkę zyskiem z akcjonariuszami warto utożsamić z teorią agencji, która mówi m.in. o konflikcie interesów, jaki występuje pomiędzy właścicielami (pryncypałami) a wynajętymi menedżerami (agencji). Konflikt powstaje w efekcie zróżnicowanych prywatnych celów i potrzeb pryncypała i agenta. Zgodnie z tą teorią, zatrzymanie w spółce zbyt dużej ilości środków pieniężnych może skutkować wykorzystaniem ich przez wynajęty zarząd do realizacji prywatnych celów albo do realizowania nierentownych projektów. Optymalny poziom wypłaty dywidendy musi uwzględniać portfel potencjalnych projektów inwestycyjnych. Zatrzymane zyski powinny zatem pokryć wartość przyszłych inwestycji, natomiast pozostałe środki trafić do akcjonariuszy.

Teoria głoszona przez Jensena wydaje się dobrze opisywać problem polityki dywidendowej spółek z udziałem Skarbu Państwa. Charakterystyczne dla tych spółek jest to, że bieżącym prowadzeniem działalności zajmują się wynajęci menedżerowie – w praktyce całkowicie zależni od Ministerstwa Skarbu Państwa. Badania pokazują, że taka praktyka nie jest rozpowszechniona wśród prywatnych spółek giełdowych (Tamowicz, Dzierżanowski 2002), co dodatkowo wyróżnia spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Warto również wziąć pod uwagę cykl życia firmy. Jak opisuje to Damodaran (2007), najwyższą zdolność oraz ekonomiczny sens wypłaty dywidendy mają dojrzałe spółki, charakteryzujące się niskim, ustabilizowanym tempem rozwoju. Publiczne spółki kontrolowane przez Skarb Państwa spełniają te wymagania. Tym bardziej racjonalne wydaje się przyjęcie długoterminowych założeń polityki dywidendowej, biorącej pod uwagę interes nie tylko Skarbu, ale również pozostałych akcjonariuszy. Jak słusznie zauważa Uchman (2013), struktura akcjonariatu ma istotne znaczenie dla prowadzonej przez spółkę polityki dywidendowej. Poszczególne grupy akcjonariuszy mają różne preferencje i potrzeby, które zarząd musi brać pod uwagę. Dlatego jeżeli dominującym akcjonariuszem spółki jest Skarb Państwa, decyzja o podziale zysku wiąże się bezpośrednio z potrzebami finansowymi państwa oraz prowadzoną przez nie polityką budżetową.

Problem polityki dywidendowej spółek kontrowanych przez państwo jest selektywnie traktowany w literaturze. Autorzy publikacji koncentrują się na gospodarkach poszczególnych krajów. Wynika to zapewne z faktu, że znaczenie spółek kontrolowanych przez państwo jest w rozwiniętych gospodarkach ograniczone. Odwołując się do publikacji OECD (Kowalski, Büge, Sztajerowska i Egeland 2013), można wskazać kraje o najbardziej znacjonalizowanej gospodarce. W kolejności malejącej są to: Chiny, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Rosja, Indonezja, Malezja, Arabia Saudyjska oraz Indie.

3. Analiza danych historycznych

W celu oceny polityki dywidendowej Skarbu Państwa w ostatnich latach oraz jej potencjalnej zmiany w okresie kryzysu (m.in. w związku z sytuacją budżetu państwa) analizie zostały poddane historyczne dane za lata 2000–2013, dotyczące wypłacanych dywidend przez spółki publiczne, w których akcjonariuszem był Skarb Państwa. W skład grupy analizowanych podmiotów wchodziło 17 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (pełna lista w tabeli 2). Okres poddany analizie wynika z dostępności informacji oraz wielkości potencjalnej próby (liczby spółek notowanych na GPW, które spełniały kryterium związane z akcjonariatem). Informacje dotyczące wysokości dywidend pochodzą z raportów okresowych oraz bieżących (w tym uchwał Walnych Zgromadzeń w sprawie podziału zysku lub pokrycia strat). Obliczenia wskaźnika wypłaty dywidendy (ang. *payout ratio*) oparto na stosunku wartości wypłaconej dywidendy w roku $n+1$ do wartości skonsolidowanego zysku netto dla roku n . W obliczeniach uwzględniono jedynie dywidendy wypłacane w formie gotówkowej (w okresie badania PGNiG wypłacał dywidendę także w formie niegotówkowej) oraz te, do których prawo mieli także akcjonariusze mniejszościowi – posiadacze akcji nabytych w ofercie publicznej lub w transakcjach na GPW. Nie uwzględniano więc dywidend wypłaconych np. w roku wprowadzenia akcji do obrotu na GPW, jeżeli prawa do niej posiadał jedynie Skarb Państwa. Informacje dotyczące udziału Skarbu Państwa w akcjonariacie pochodzą z raportów bieżących i okresowych analizowanych spółek. Wysokość dywidendy rekomendowanej przez zarządy pochodziła z raportów bieżących.

Wysokość wypłaconej dywidendy przez poszczególne podmioty w latach 2000–2013 (na podstawie wyników finansowych za lata 1999–2012) oraz wskaźnik wypłaty dywidendy zaprezentowano w tabelach 2 i 3.

Zaprezentowane dane pozwalają stwierdzić, iż wskaźniki wypłaty dywidendy dla poszczególnych spółek wahają się istotnie w obserwowanym okresie. Wyjątkiem jest Jastrzębska Spółka Węglowa, dla której dane obejmują jedynie dwa lata. Niektóre z podmiotów systematycznie nie wypłacały dywidendy, co było związane m.in. z generowanymi w poszczególnych latach stratami. Analizując dane zagregowane widoczny pozostaje trend rosnącego wskaźnika wypłaty dywidendy (wykres 4). Prowadzi to do konkluzji o rosnącym wykorzystywaniu dywidend jako źródła wpływów budżetu państwa.

Tabela 2
Wartość dywidend wypłaconych przez spółki publiczne, których akcjonariuszem był Skarb Państwa (mln PLN)

Spółka	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
KGHM S.A.	0	200	0	0	0	400	2000	3394	1800	2336	600	2980	5668
PKN Orlen S.A.	21	21	50	59	278	911	0	0	693	0	0	0	0
PKO BP S.A.					0	1000	800	980	1090	1000	2375	2475	1588
Ciech S.A.						8	22	59	58	0	0	0	0
Grupa Lotos S.A.					0	0	0	41	0	0	0	0	0
ZCh Police S.A.						0	26	0	0	0	0	0	0
PGNiG S.A.						0	885	1003	1121	531	472	708	0
ZA Puławy S.A.						0	0	71	82	0	156	19	250
Grupa Azoty S.A.									0	40	0	0	0
LW Bogdanka S.A.										0	0	48	136
PGE S.A.										0	1315	1215	3422
PZU S.A.											942	2245	1937
Tauron PE S.A.											0	263	543
GPW S.A.											0	135	60
JSW S.A.												0	632
PHN S.A.													
Energa S.A.													

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

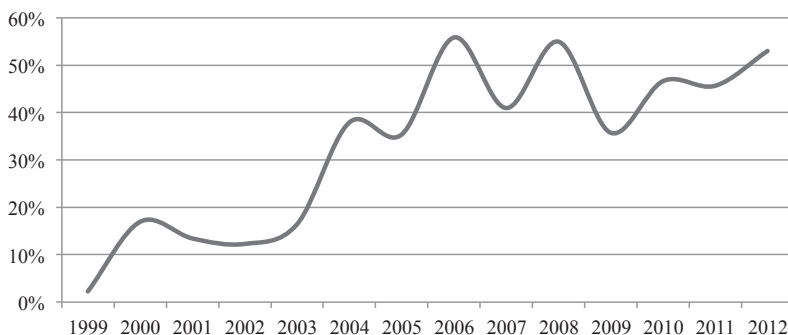
Tabela 3
Wskaźnik wypłaty dywidendy (*dividend payout ratio*)

Spółka	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KGHM S.A.	0%	40%	0%	0%	0%	29%	95%	97%	46%	84%	25%	63%	51%
PKN Orlen S.A.	2%	3%	13%	12%	27%	35%	0%	0%	28%	0%	0%	0%	0%
PKO BP S.A.						66%	46%	46%	38%	32%	103%	77%	42%
Ciech S.A.						11%	19%	39%	24%	0%	0%	0%	0%
Grupa Lotos S.A.						0%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
ZCh Police S.A.							29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
PGNiG S.A.							100%	76%	122%	61%	39%	29%	0%
ZA Puławy S.A.							0%	54%	25%	0%	432%	7%	42%
Grupa Azoty S.A.										54%	0%	0%	0%
LW Bogdanka S.A.											0%	21%	61%
PGE S.A.											30%	34%	69%
PZU S.A.											25%	92%	83%
Tauron PE S.A.												27%	44%
GPW S.A.												142%	45%
JSW S.A.													30%
PHN S.A.													
Energa S.A.													

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

Wykres 4

Wskaźnik wypłaty dywidendy, na podstawie skumulowanych wypłaconych dywidend dla wszystkich spółek i skonsolidowanych zysków netto w poszczególnych latach



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

Prezentowane dane zwracają uwagę na istotnie wyższe dywidendy (zarówno nominalnie, jak i w relacji do zysku netto) wypłacane przez niektóre podmioty (np. KGHM, PZU, PGE, czy PKO BP). Zestawiając to z udziałem Skarbu Państwa w akcjonariacie analizowanych spółek otrzymamy informację dotyczącą przychodów Skarbu Państwa z dywidend od konkretnych podmiotów. Na tej podstawie można wnioskować o silnej koncentracji tego rodzaju wpływów. Analizując politykę dywidendową Skarbu Państwa należy zatem szczególną uwagę zwrócić na wspomniane kluczowe podmioty generujące większość wpływów z dywidend (przede wszystkim KGHM, PZU, PGE, PKO BP). Rosnącą koncentrację przedstawiono na wykresie 5, który prezentuje jaki procent spółek z udziałem Skarbu Państwa (linia) generował co najmniej 90% dochodów budżetowych z tytułu dywidend od spółek publicznych. Słupki oznaczają natomiast udział dywidend ze wspomnianych podmiotów w ogóle dywidend w danym roku.

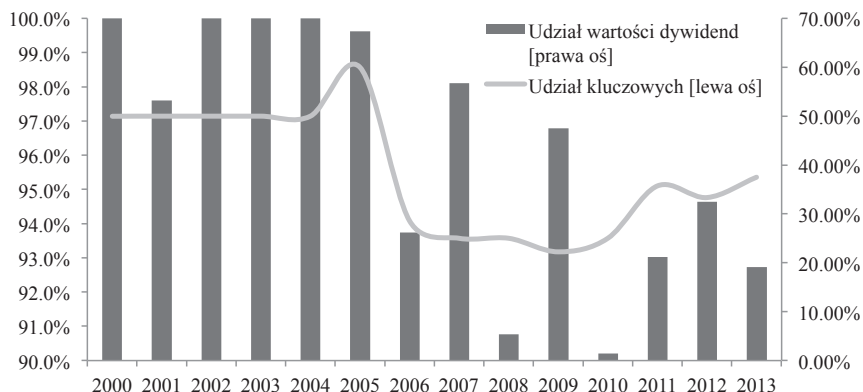
W kontekście polityki dywidendowej interesujące jest także zestawienie wartości wypłaconej dywidendy z wartością rekomendowanej przez zarządy poszczególnych spółek (wykres 6).

Jak pokazują dane na wykresie 6, Skarb Państwa (posiadający *de facto* decydujący głos na Walnym Zgromadzeniu) systematycznie wypłacał większą dywidendę niż rekomendowały zarządy spółek.

Z punktu widzenia Ministerstwa Skarbu Państwa, dochody z tytułu dywidend mogły być w ostatnich latach traktowane także jako swego rodzaju substytut przychodów z prywatyzacji. Zestawienie tych przychodów zawiera wykres 7, trudno jednak wskazać jednoznaczne trendy w tym zakresie.

Wykres 5

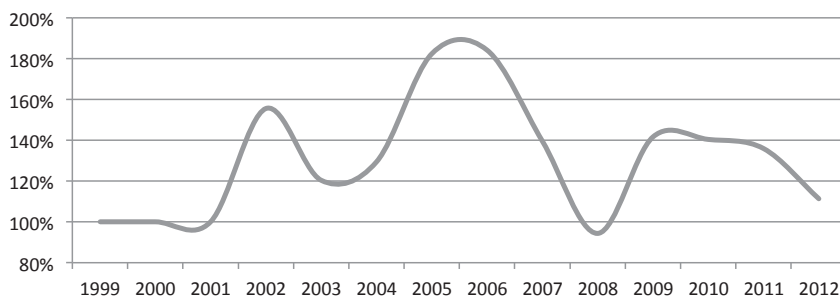
Spółki publiczne generujące ponad 90% dochodów budżetowych z tytułu dywidend



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i bieżących spółek będących przedmiotem analizy oraz sprawozdań Ministerstwa Finansów z wykonania budżetu państwa.

Wykres 6

Relacja wypłacanych dywidend do rekomendacji zarządów

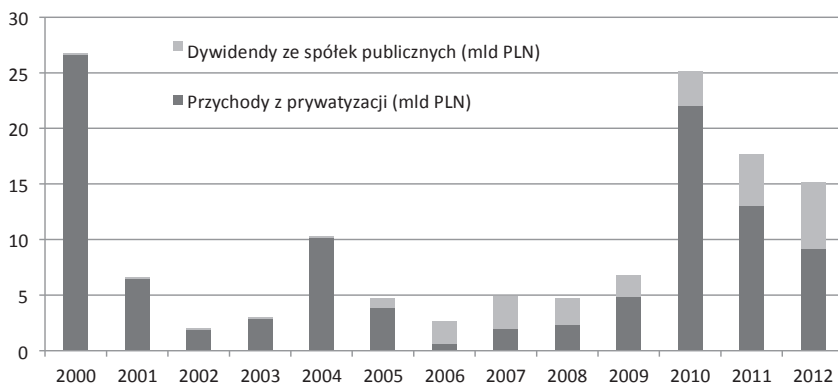


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i bieżących spółek będących przedmiotem analizy

Poziom dywidend w ostatnich latach ustabilizował się, podczas gdy przychody z prywatyzacji dość istotnie się wahały. W dużej mierze jest to wynik pojedynczych transakcji prywatyzacyjnych. Przykładowo, w 2010 r., który był drugim najlepszym rokiem pod względem wysokości przychodów z prywatyzacji, Ministerstwo Skarbu Państwa przeprowadziło ofertę publiczną akcji Tauron Polska Energia, PZU i samej GPW. Łącznie wspomniane prywatyzacje przyniosły Skarbowi Państwa ok. 8 mld PLN. Dodatkowo Skarb Państwa sprzedawał w 2010 r. duże pakiety spółek już notowanych (np. pakiet akcji PGE o wartości blisko 4 mld PLN).

W dłuższym horyzoncie należy spodziewać się rosnącej roli dywidend i coraz mniejszej roli przychodów z kolejnych prywatyzacji – zmniejsza się bowiem stan posiadania Skarbu Państwa.

Wykres 7
Przychody z prywatyzacji i dochody z tytułu dywidend ze spółek publicznych do budżetu państwa w latach 2000–2012



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów okresowych i bieżących spółek będących przedmiotem analizy oraz sprawozdań z wykonania budżetu państwa Ministerstwa Finansów

4. Wnioski

Analizowane dane pozwalają na wyciągnięcie kilku podstawowych wniosków. Przede wszystkim znaczenie dywidend jako dochodu budżetu państwa w badanym okresie istotnie wzrosło. W gronie spółek generujących dywidendy, dzięki procesowi prywatyzacji, rośnie znaczenie spółek publicznych. Polityka dywidendowa tych spółek (na którą Ministerstwo Skarbu Państwa posiada decydujący wpływ), zobrazowana wartością wypłaconych dywidend oraz wskaźnikiem ich wypłaty, wskazuje na brak jednoznacznych tendencji (w tym na brak istotnych zmian w tym zakresie w czasie kryzysu). Należy równocześnie wskazać na silną koncentrację dochodów z dywidend, które w większości były generowane przez zaledwie kilka największych spółek. Dane zagregowane wskazują na tendencję rosnącą w zakresie wskaźnika wypłaty dywidend dla całej grupy, co można interpretować jako wzrost znaczenia tego źródła wpływów do budżetu państwa, szczególnie w kontekście wypłacania systematycznie wyższych dywidend niż rekomendowały zarządy poszczególnych spółek.

Podsumowując, można stwierdzić że:

- Po pierwsze, wahania danych i wskaźników w zakresie wypłaty dywidendy dla poszczególnych spółek wskazują raczej na brak jednoznacznej polityki dywidendowej prowadzonej przez Skarb Państwa.
- Po drugie, analizowane dane nie wskazują, aby podejście Skarbu Państwa do wypłaty dywidend istotnie zmieniło się w okresie kryzysu.

Zakończenie

Spowolnienie gospodarcze w Polsce silnie wpłynęło na sytuację budżetu państwa. Przy znaczącej różnicy między osiąganymi realnie dochodami podatkowymi a założonymi w ustawie budżetowej, rząd był zmuszony ograniczać wydatki, szukać innych źródeł dochodów, bądź zwiększyć deficyt. Przeprowadzone badanie miało na celu weryfikację hipotezy mówiącej o pobieraniu przez Skarb Państwa nadmiernej dywidendy od kontrolowanych przezeń spółek publicznych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych – jako jednego ze źródeł dochodów niepodatkowych, ze szczególnym uwzględnieniem okresu kryzysu. W praktyce gospodarczej występuje kilka powodów, dla których w czasie kryzysu przedsiębiorstwo powinno szczególnie starannie rozważyć kwestię dzielenia się zyskiem. Z perspektywy wartości dla akcjonariusza, bardziej opłacalny może być wówczas skup akcji. Kolejny powód, to utrudniony dostęp do finansowania, zarówno obcego, jak i własnego. Poza tym w czasie kryzysu rośnie niepewność co do zdolności przedsiębiorstwa do generowania zysków i wpływów pieniężnych w przyszłości. Tym bardziej zyskuje na znaczeniu efektywna komunikacja spółki z uczestnikami rynku dotycząca polityki dywidendowej. W przypadku spółek kontrolowanych przez państwo, ta odpowiedzialność spoczywa m.in. na Ministerstwie Skarbu Państwa.

Literatura

- Damodaran, A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydanie II, Helion, Gliwice 2007.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D., *Reversal of fortune: Dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth*, „Journal of Financial Economics”, 1996, no 40.
- Easterbrook, F., *Two agency cost explanations of dividends*, „American Economic Review”, 1984, no 74.
- Jensen, M., *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review Papers and Proceedings”, 1986, no 76.
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., Talavera, O., *Corporate Governance and Dividend Policy In Poland*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper, 2007, no 07–09.
- Kowalski, P., Büge, M., Sztajerowska, M., Egeland, M., *State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications*, OECD Trade Policy Paper, 2013, no 147.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., *Agency problems and dividend policies around the world*, NBER Working Paper, 1998, no 6594.
- Lintner, J., *Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, „American Economic Review”, 1956, no 46.
- Miller, M., Modigliani, F., *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, „Journal of Business”, 1961, no 34.

- Miller, M., Rock, K., *Dividend policy under asymmetric information*, „Journal of Finance”, 1985, no 40.
- Rubin, A., Smith, D.R., *Institutional Ownership, Volatility and Dividends*, AFA 2008 Orleans Meetings Paper, 2007.
- Tamowicz, P., Dzierżanowski, M., *Ownership and Control of Polish Listed Corporations*, Gdańsk Institute for Market Economics, 2002.
- Uchman, J., *Wypłaty dywidend w spółkach akcyjnych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance”, 2013, nr 2/2.

Słowa kluczowe: finanse publiczne, dywidenda, kryzys finansowy, Skarb Państwa

Dividends as a Source of Polish Budget Revenues. Empirical Analyses Concentrated on Crisis Period

Summary

Significant decrease of expected budget tax revenues in 2008 and 2009, due to economic slowdown in Poland, implied uncontrolled public budget deficit increase threat. Ministry of Finance had to face dilemma how to avoid it, taking into account market conditions. The aim of this paper is to verify whether State decided to excessively increase the level of dividends paid by state-owned companies listed on the Warsaw Stock Exchange during crises period, without taking into account interest of minority shareholders. We collected data from 2000 to 2013 to investigate whether State dividend policy was in accordance to literature accomplishments. Results of our analysis show increasing significance of dividend as a source of budget revenues. Moreover, we observed high concentration of companies that distribute their profits (in form of dividend) to State. Based on the theory review, we concluded that State does not conduct clear, long term dividend policy and does not rely on dividend payment recommendations made by companies management boards. On the other hand, we did not prove that State implemented unusual dividend policy during the crisis period.

Keywords: Public finance, Dividend, Financial crisis, State Treasury