

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 344

Rachunkowość a controlling

Redaktorzy naukowi

Edward Nowak

Maria Nieplowicz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Dorota Pitulec
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Halina K. Kocur
Łamanie: Comp-rajt
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-469-1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:
EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.
ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

Spis treści

Wstęp	11
Krzysztof Adamowicz, Piotr Szczypa: Możliwości wykorzystania rachunkowości zarządczej w Lasach Państwowych	13
Tomasz Ankiewicz, Zofia Wyszowska: Proces wdrażania systemu controllingu w przedsiębiorstwie produkcyjnym	25
Wioletta Baran: System kontroli zarządczej w podmiotach leczniczych	41
Małgorzata Białas, Anna Surowiec: Przykład wykorzystania umowy konsorcjum w celu stworzenia skutecznego mechanizmu kontroli we współpracy międzyorganizacyjnej	52
Agnieszka Bieńkowska, Zygmunt Kral, Anna Zabłocka-Kluczka: Rozwiązania organizacyjne controllingu w organizacjach sieciowych	61
Adam Bujak: Charakterystyka problemów decyzyjnych dotyczących funkcjonowania systemu informacyjnego rachunkowości w przedsiębiorstwie	75
Andrzej Bytniewski: Efekty modernizacji technologicznej systemu rachunkowości	84
Joanna Dyczkowska, Tomasz Dyczkowski: Organizacja kontroli zarządczej w jednostkach sektora publicznego – wyniki badań empirycznych ...	94
Tomasz Dyczkowski, Joanna Dyczkowska: Wpływ technologii informacyjnych na funkcjonowanie systemów sprawozdawczości zarządczej w polskich przedsiębiorstwach	109
Joanna Dynowska, Zdzisław Kes: Systemy FK stosowane w biurach rachunkowych w województwie warmińsko-mazurskim – wyniki badań ankietowych	122
Krzysztof Dziadek: Specyfika, zakres i narzędzia rachunkowości zarządczej projektów dofinansowanych z Unii Europejskiej	134
Wojciech Fliegner: Metoda identyfikacji procesów ewidencji księgowej w środowisku informatycznym	144
Stanisław Gędek: Podstawy krótkookresowych decyzji produkcyjnych w przedsiębiorstwach wieloasortymentowych	160
Anna Glińska: Podejmowanie decyzji w zakresie kształtowania struktury zatrudnienia w zakładach pracy chronionej	171
Renata Gmińska: Aspekty behawioralne w rachunkowości zarządczej	185
Katarzyna Goldmann: Trendy zarządzania płynnością finansową – wyniki badań	194
Bartosz Góralski: Wartość firmy – czy istnieje wzorcowa metoda szacowania wartości godziwej?	203

Angelika Kaczmarczyk: Aktywowanie kosztów w bilansie a wiarygodność informacji sprawozdawczej	213
Marcin Klinowski: Ryzyko w analizie i ocenie projektów	221
Paul-Dieter Kluge: Statystyczne metody rankingowe i ratingowe jako instrumenty controllingu – zalety i wady	231
Konrad Kochański: Rola i miejsce budżetowania działalności marketingowej w przedsiębiorstwach handlowych sektora MSP w świetle badań empirycznych	246
Joanna Koczar: Rozwój rachunkowości zarządczej w Rosji – wybrane problemy	259
Magdalena Kowalczyk: Analiza SWOT jako instrument controllingu strategicznego gmin	267
Mieczysław Kowerski: Czy spółki giełdowe z udziałem Skarbu Państwa płacą zbyt duże dywidendy?	276
Alina Kozarkiewicz: Kontrola tworzenia i apropracji wartości w sieciach międzyorganizacyjnych	286
Wojciech Dawid Krzeszowski: Niepodzielony wynik finansowy a opodatkowanie	295
Mirosława Kwiecień: Współczesna rachunkowość a controlling	303
Tomasz Lis: Rozwój optymalizacji kosztów w procesach produkcyjnych – wybrane zagadnienia	313
Monika Łada: Ugruntowane teorie o rachunkowości zarządczej	323
Paweł Malinowski, Tomasz Ćwieliąg: Wykorzystanie benchmarkingu wraz z instrumentarium controllingu w zarządzaniu przedsiębiorstwem wodociągowo-kanalizacyjnym	331
Elżbieta Marcinkowska, Joanna Sawicka, Anna Stronczek: Outsourcing a system decyzyjny przedsiębiorstwa	341
Łukasz Matuszak: Dylematy implementacji Międzynarodowych Ram Zintegrowanej Sprawozdawczości	352
Bożena Nadolna: Identyfikacja zagrożeń dla walidacji badań w rachunkowości zarządczej	365
Beata Namiel: Analiza udziału gmin w podatkach dochodowych a dochody gmin za lata 2008-2012 na potrzeby controllingu wykorzystywanego w realizacji usług samorządu gminnego	378
Maria Nieplowicz: Budżet zadaniowy w miastach na prawach powiatu – wybrane zagadnienia	388
Edward Nowak: Obowiązki w zakresie sprawozdawczości a wielkość jednostki gospodarczej	396
Marta Nowak: Znaczenie wymiarów czasu w controllingu – definicje teoretyczne a psychologiczna charakterystyka controllerów	405

Katarzyna Piotrowska: Rachunek kosztów w warunkach upadłości likwidacyjnej	414
Krzysztof Prymon: Możliwość wystąpienia zjawiska kreatywnej rachunkowości w rolnictwie w świetle projektowanych zmian w opodatkowaniu gospodarstw rolnych	424
Ewa Różańska: Finansowa ocena projektów badawczo-rozwojowych w przedsiębiorstwie społecznie odpowiedzialnym	434
Jolanta Rubik: Nowe wyzwania dla controllingu personalnego w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw	446
Marzena Rydzewska-Włodarczyk, Honorata Gumna: Budżetowanie kosztów w organizacjach pozarządowych na przykładzie fundacji „Ogrody Róż”	455
Beata Sadowska: Okresowa ocena pracownicza jako element controllingu zakładu budżetowego – studium przypadku	467
Irena Sobańska, Dariusz Rojek: Wpływ rachunkowości zarządczej na kulturę organizacyjną w innowacyjnym przedsiębiorstwie	476
Aleksandra Sulik-Górecka: Obszar kontroli wewnętrznej w procedurach rewizyjnych zamkniętych funduszy inwestycyjnych	489
Olga Szolno: Uwarunkowania efektywnego funkcjonowania budżetowania w jednostkach samorządu terytorialnego	500
Łukasz Szydelko: Polityka rachunkowości w przedsiębiorstwie zorientowanym procesowo – wybrane zagadnienia	511
Katarzyna Szymczyk-Madej: Budowa i funkcjonowanie systemów informatycznych rachunkowości – porównanie wyników badań z lat 2005 i 2014	520
Agnieszka Tubis: Controllingowy system informacyjny na potrzeby zarządzania ogumieniem w przedsiębiorstwie transportu drogowego	531
Adam Węgrzyn: Analiza porównawcza alternatywnych źródeł finansowania inwestycyjnego projektu infrastrukturalnego w energetyce przy wykorzystaniu funduszu typu <i>equity</i> oraz bankowego kredytu komercyjnego	540
Edward Wiszniowski: Prawne przesłanki ogłoszenia upadłości a zdolność do kontynuacji działania jednostki gospodarczej według rachunkowości	560
Tomasz Wójtowicz: Wycena rynkowa a wartość księgowa składników bilansu przedsiębiorstwa	569
Paweł Wroński: Zmiany we wdrażaniu systemów wspomaganie zarządzania przedsiębiorstwami w latach 2002-2013 – wyniki badań praktycznych	583
Grzegorz Zimon: Strategie zarządzania kapitałem obrotowym a płynność finansowa przedsiębiorstw	591

Summaries

Krzysztof Adamowicz, Piotr Szczypa: The possibilities of management accounting use in National Forests	24
Tomasz Ankiewicz, Zofia Wyszowska: The process of controlling system implementation in a production enterprise	40
Wioletta Baran: Management control system in healthcare providers	51
Małgorzata Białas, Anna Surowiec: An example of the use consortium agreement to create an effective control mechanism in interorganizational cooperation	60
Agnieszka Bieńkowska, Zygmunt Kral, Anna Zabłocka-Kluczka: Organizational solutions of controlling in network organizations	74
Adam Bujak: The profile of decision problems relating to the functioning of the accounting information system in an enterprise	83
Andrzej Bytniewski: The technological modernization's effects of accounting system	93
Joanna Dyczkowska, Tomasz Dyczkowski: Organization of management control in public sector – evidence of empirical studies in Poland	108
Tomasz Dyczkowski, Joanna Dyczkowska: Impact of information technologies on management reporting systems in Polish enterprises	121
Joanna Dynowska, Zdzisław Kes: The financial accounting system programs used in accounting firms in Warmia and Mazury Voivodeship – results of questionnaire research	133
Krzysztof Dziadek: Specific nature, scope and tools of accounting management of projects co-financed from the European Union	143
Wojciech Flegner: Method of identifying accounting processes in the IT environment	159
Stanisław Gędek: The basics of short-term production decisions in mass production enterprises	170
Anna Glińska: Making decision on shaping of employment's structure in sheltered workshop	184
Renata Gmińska: Behavioral aspects in management accounting	193
Katarzyna Goldmann: Trends in liquidity management – survey results	202
Bartosz Góralski: Goodwill – is there one standard of valuation of fair value?	212
Angelika Kaczmarczyk: Activating costs in the balance sheet and reliability of the information reporting	220
Marcin Klinowski: Risk in analysis and assessment of projects	230
Paul-Dieter Kluge: Statistical ranking and rating methods as controlling instruments – advantages and disadvantages	245
Konrad Kochański: The role and place of marketing budgeting in micro, small and medium trade enterprises in the light of empirical research	258

Joanna Koczar: Development of management accounting in Russia – selected issues	266
Magdalena Kowalczyk: SWOT analysis as an instrument of strategic controlling of municipalities	275
Mieczysław Kowerski: Do state controlled public companies pay too high dividends?	285
Alina Kozarkiewicz: Control of value creation and appropriation in inter-organizational networks	294
Wojciech Dawid Krzeszowski: Retained earnings and taxation	302
Mirosława Kwiecień: Contemporary accounting vs. controlling	312
Tomasz Lis: Development of costs optimization in production processes – selected aspects	322
Monika Łada: Grounded theories about management accounting	330
Paweł Malinowski, Tomasz Ćwieląg: Utilization of benchmarking and controlling tools in the management process of municipal water and sewage company	340
Elżbieta Marcinkowska, Joanna Sawicka, Anna Stronczek: Outsourcing and company’s decision-making model	351
Łukasz Matuszak: Implementation dilemmas of the international integrated reporting framework	364
Bożena Nadolna: Identification of threats to the validation in management accounting research	377
Beata Namiel: Analysis of share of communities in income taxes and income of communities in the years 2008-2012 for community controlling used in services realization of commune	387
Maria Nieplowicz: The performance-based budget cities with county rights – selected issues	395
Edward Nowak: Obligations relating to statutory financial reporting vs. company size	404
Marta Nowak: Importance of time perspectives in controlling – theoretical definitions vs. psychological characteristics of controllers	413
Katarzyna Piotrowska: Bill of costs in insolvency proceedings	423
Krzysztof Prymon: On possibility of appearance of creative accounting in agriculture in the light of proposed amendments of farms’ taxation	433
Ewa Różańska: Financial assessment of research and development projects in a socially responsible company	445
Jolanta Rubik: New challenges for personal controlling in the context of Corporate Social Responsibility	454
Marzena Rydzewska-Włodarczyk, Honorata Gumna: Costs budgeting in non-profit organizations on the example of the foundation’s “Ogrody Róż”	466

Beata Sadowska: Periodic assessment of employees, as part of controlling in the budgetary establishment – case study	475
Irena Sobańska, Dariusz Rojek: Impact of management accounting on organizational culture in an innovative company	487
Aleksandra Sulik-Górecka: Internal control system of close-end investment funds in the audit procedures	499
Olga Szolno: Conditioning of effective budgeting functioning in local government units	510
Łukasz Szydełko: The accounting policy in process-oriented company – chosen aspects	519
Katarzyna Szymczyk-Madej: Building and functioning of accounting information systems – a comparison research results from 2005 and 2014	530
Agnieszka Tubis: Controlling information system for the management of tires in the road transportation company	539
Adam Węgrzyn: Comparative analysis of alternative sources of infrastructure project investments funding in energy sector using equity fund type and commercial bank loan	558
Edward Wiszniowski: Legal grounds for bankruptcy vs. company's ability to stay active and afloat seen from the accounting perspective	568
Tomasz Wójtowicz: Market valuation vs. book value of balance sheet elements	582
Paweł Wroński: Changes in implementation of management support systems in enterprises in 2002-2013 – results of practical study	590
Grzegorz Zimon: Strategies of working capital management vs. financial liquidity of companies	603

Mieczysław Kowerski

Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

e-mail: mkowerski@wszia.edu.pl

CZY SPÓŁKI GIEŁDOWE Z UDZIAŁEM SKARBU PAŃSTWA PŁACĄ ZBYT DUŻE DYWIDENDY?

Streszczenie: W pracy wykazano, że wysoki odsetek płacących dywidendy wśród spółek z udziałem Skarbu Państwa nie wynika ze specyfiki polityki dywidendowej państwa, lecz z charakterystyk tych spółek, które sprzyjają wysokiej skłonności do wypłat. Są to spółki rentowne, duże, dojrzałe, o małym zadłużeniu, małych możliwościach inwestycyjnych i niskim ryzyku inwestowania w ich akcje.

Słowa kluczowe: dywidenda, spółki z udziałem Skarbu Państwa, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

DOI: 10.15611/pn.2014.344.24

1. Wstęp

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) jest obecnie notowanych 20 spółek z bezpośrednim udziałem Skarbu Państwa (SSP), co stanowi 5% notowanych spółek krajowych, ale ich kapitalizacja stanowi 41% kapitalizacji giełdy, a udział w wypłatach dywidend sięga 59%. Dlatego niekiedy formułowane są tezy, iż Skarb Państwa (SP) „drenuje” swoje spółki, pozbawiając je środków tak potrzebnych do rozwoju. W artykule dokonano analizy polityki dywidendowej SSP, starając się ocenić skłonność do wypłat i poziom wypłacanych przez te spółki dywidend na tle pozostałych spółek notowanych na GPW.

2. Państwo jako właściciel przedsiębiorstwa

Państwo zawsze było obecne w gospodarce. Niektórzy badacze poszukują początków przedsiębiorstw publicznych w starożytności, inni upatrują ich początków we

Francji czasów Ludwika XI, który założył zakłady jedwabnicze w Tours [Grzegorzczak 2012, s. 34-35]. Silny trend do tworzenia przedsiębiorstw publicznych, zarysowany w pierwszych dekadach XX wieku i związany był z kryzysem gospodarczym po I wojnie światowej i wielkim kryzysem 1929 r., a wynikał z doktryny interwencjonizmu państwowego i keynesizmu – państwo przejęło funkcję stymulowania popytu, a przedsiębiorstwa z udziałem państwa¹ mogły spełniać ważne funkcje w tym zakresie.

Angażowanie się państwa w gospodarkę i tworzenie przedsiębiorstw publicznych wynika z następujących przyczyn [Grzegorzczak 2012, s. 46]:

- 1) bezpieczeństwo państwa,
- 2) fiskalizm i prestiż,
- 3) kreowanie polityki gospodarczej i społecznej.

W drugiej połowie XX wieku zaangażowanie państw w gospodarkę zależało od ich systemów prawnych i fazy cyklu gospodarczego. Lata 90. i początek XX wieku to okres dobrej koniunktury gospodarczej, co sprzyjało prywatyzacji i wycofywaniu się państw z wielu sektorów gospodarczych. Jednak kryzys lat 2008-2009 „zmusił” szereg krajów do nacjonalizacji prywatnych podmiotów w celu ratowania ich przed upadłością. Teraz, kiedy poprawiła się koniunktura, rządy pozbywają się akcji znacjonalizowanych firm [Bojańczyk 2010, s. 116].

Badania struktur własnościowych współczesnych spółek pokazują, że państwa posiadają znaczne udziały w największych spółkach [La Porta i in. 1999; Truong, Heaney 2007].

Warto także zwrócić uwagę na tzw. kraje postsocjalistyczne, w których wcześniej funkcjonowały niemal wyłącznie przedsiębiorstwa państwowe. Przedsiębiorstwa te są stopniowo prywatyzowane, chociaż nadal sektor państwowy ma bardzo duże znaczenie. Najlepszym przykładem są Chiny. Powstałe, odpowiednio w 1990 r. w Shenzhen oraz w 1991 r. w Szanghaju, giełdy według niektórych autorów utworzone zostały przez rząd jako narzędzie pozyskiwania środków przez przedsiębiorstwa państwowe. W roku 2010, pomimo spadku w ostatnich latach, bezpośredni i pośredni udział państwa chińskiego w spółkach notowanych na giełdach wynosił 60% [Li, Chen, Chen 2013, s. 4].

3. Skłonność do płacenia dywidend przez spółki z udziałem państwa w wybranych krajach

Badania skłonności do płacenia dywidend przez spółki z udziałem państwa najczęściej sprowadzały się do prób odpowiedzi na pytania, czy spółki takie chętniej niż

¹ W związku z tym, że w poszczególnych krajach występują różne formy zaangażowania państwa w przedsiębiorstwa, w tej części artykułu używa się sformułowania „przedsiębiorstwo z udziałem państwa”. Dopiero w punkcie dotyczącym Polski używa się sformułowania „spółka z udziałem Skarbu Państwa (SSP)”.

pozostałe płacą dywidendy i czy poziom wypłat jest wyższy niż spółek z innymi właścicielami. W przypadku pytania o chęć do wypłat dywidend najczęściej stosowano modele z zero-jedynkową zmienną objaśnianą przyjmującą wartość 1, jeżeli spółka płaciła dywidendę, i 0 w przeciwnej sytuacji, a do zestawu zmiennych objaśniających wprowadzano zmienną przyjmującą wartość 1, jeżeli akcjonariuszem spółki było państwo, i 0 w przeciwnej sytuacji lub też zmienną opisującą, jaki jest udział procentowy państwa w kapitale spółki. Do szacowania parametrów takich modeli najczęściej stosowano podejście logitowe, a nieco rzadziej probitowe. Z kolei w przypadku pytania o poziom wypłat najczęściej stosowano model częściowych dopasowań Lintnera [1956], w którym oprócz zysku oraz opóźnionej w czasie dywidendy jako objaśniające wprowadzano zmienne opisujące zaangażowanie kapitałowe państwa w badane spółki.

Gugler [2003] przeanalizował w latach 1991-1999 dane 214 największych austriackich spółek, w tym 45 państwowych. Do analizy poziomu wypłat zastosował model Lintnera wzbogacony o zmienną przyjmującą wartość 1, gdy państwo jest największym akcjonariuszem, a 0 w przeciwnej sytuacji. Parametr przy tej zmiennej okazał się dodatni i istotny statystycznie, co oznacza, że spółki z udziałem państwa płaciły wyższe dywidendy. Obliczył także dwie charakterystyki modelu Lintnera: docelową stopę wypłaty dywidendy, która dla spółek z udziałem państwa wyniosła 42,9% i była najwyższa oraz istotnie większa od stóp wypłat innych spółek, oraz współczynnik wygładzania, który dla spółek z udziałem państwa był najwyższy. Oznacza to, że austriackie spółki z udziałem państwa nie tylko płacą najwyższe dywidendy, ale starają się też je „wygładzać”, a więc płacić regularnie dywidendy o zbliżonej wartości. Autor oszacował również model logitowy, w którym zmienna objaśniana przyjmuje wartość 1, jeżeli spółka w roku t obniżyła dywidendę w porównaniu z rokiem $t-1$, a 0 w przeciwnym przypadku. Parametr przy tej zmiennej przyjął ujemną wartość (choć nieistotną statystycznie), co zdaniem autora potwierdza niechęć spółek z udziałem państwa do obniżania dywidend [Gugler 2003, s. 1314-1316].

Podobne wnioski dla spółek holenderskich wyciągnęli Szilagyi i Renneboog [2008], którzy analizowali 150 spółek notowanych w okresie 1996-2006 przez przynajmniej 3 lata na Euronext lub NMAX w Amsterdamie (962 obserwacje). Spółki te reprezentowały ponad 2/3 wszystkich spółek giełd amsterdamskich, a ich udział w kapitalizacji tych giełd wyniósł 90%. W oszacowanych modelach parametry przy zmiennej opisującej zaangażowanie kapitałowe państwa w spółki były dodatnie, co potwierdza hipotezę, iż większy udział akcji należących do państwa to wyższe prawdopodobieństwo i wyższy poziom wypłat, ale parametry te okazały się nieistotne, co osłabia sformułowane wnioski.

W oszacowanym przez Truonga i Heaney [2007] na podstawie 8279 obserwacji pochodzących z 37 krajów w 2004 r. logitowym modelu decyzji dywidendowych parametr przy zmiennej przyjmującej wartość 1, jeżeli udział akcji należących do

państwa w ogólnej liczbie akcji spółki wynosił przynajmniej 5%, a 0 w przeciwnej sytuacji, okazał się nieistotny statystycznie. Ale parametr przy tej samej zmiennej w modelu oszacowanym tylko na danych ze spółek pochodzących z państw o zwykłym systemie prawnym (5060 obserwacji) okazał się istotny statystycznie na poziomie 0,05 i ujemny, natomiast w modelu oszacowanym tylko na obserwacjach ze spółek pochodzących z państw o stanowionym systemie prawnym (3219) okazał się istotny statystycznie na poziomie 0,1 i dodatni. Autorzy oszacowali też model na podstawie wszystkich danych oprócz tych dotyczących spółek amerykańskich (5248 obserwacji). W tym modelu parametr przy zmiennej opisującej zaangażowanie państwa okazał się istotny statystycznie na poziomie 0,05 i dodatni. Z tych obliczeń można wywnioskować, że poza USA spółki z dużym (co najmniej 5%) udziałem państwa chętniej płacą dywidendy niż pozostałe spółki [Truong, Heaney 2007, s. 677].

Lam i in. [2012], korzystając z danych 1712 spółek chińskich notowanych w latach 2001-2006 przede wszystkim na giełdach w Shenzhen i w Szanghaju, ale także w Hongkongu, Nowym Jorku, Londynie i Singapurze (7519 obserwacji), zbudowali liniowe modele stóp wypłat dywidend względem m.in. struktury własnościowej, przy czym zaangażowanie państwa mierzono udziałem akcji posiadanych w spółce przez państwo (STATE). W oszacowanym modelu stóp wypłat dywidend gotówkowych parametr przy zmiennej STATE okazał się dodatni i istotny na poziomie 0,001; im większy udział akcji należących do państwa w strukturze właścicielskiej spółki, tym wyższa stopa wypłaty dywidendy. W modelu stóp wypłat dywidend w postaci akcji parametr przy zmiennej STATE też był istotny ($p=0,0018$), ale ujemny.

Wang i in. [2011, s. 369-371] przeanalizowali 4864 obserwacji pochodzących ze spółek notowanych na giełdzie w Szanghaju w latach 1998-2008, które przynajmniej w dwóch kolejnych latach płaciły dywidendy. W oszacowanym logitowym modelu decyzji o wypłatach dywidend parametr przy zmiennej opisującej fakt kontrolowania lub nie spółki przez państwo był dodatni i istotny statystycznie, co potwierdza, że spółki kontrolowane przez państwo charakteryzują się większą skłonnością do płacenia dywidend. W oszacowanym modelu Lintnera wzbogaconym o zmienną zerojedynkową opisującą kontrolę spółki ze strony państwa parametr przy tej zmiennej okazał się dodatni i istotny statystycznie. A więc dywidenda jest wyższa w przypadku spółek kontrolowanych przez państwo chińskie.

Zaprezentowane wyniki badań wskazują, że zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i rozwijających się spółki z udziałem państwa charakteryzują się większą skłonnością do płacenia dywidend oraz wyższym poziomem wypłat niż spółki, w których państwo nie posiada udziałów. W przypadku rozwiniętych rynków spółki z udziałem państwa starają się wygładzać dywidendy, czyli nie zmieniać ich wartości w czasie niezależnie od osiągniętych wyników finansowych.

Przyczyny wyższej skłonności do płacenia dywidend przez spółki z udziałem państwa najczęściej wyjaśniane są za pomocą teorii agencji [Jensen, Meckling

1976]. Wyplata dywidendy obniża poziom kosztów i konfliktu agencyjnego pomiędzy zarządem a akcjonariuszami [Easterbrook 1984, s. 652]. Konflikt ten jest szczególnie duży w przypadku spółek z udziałem państwa. Mówi się wręcz o podwójnym konflikcie agencyjnym. Ostatecznymi właścicielami tych spółek są obywatele. Ale oni nie kontrolują ich bezpośrednio, lecz wybierają swoich przedstawicieli. Tym samym cedują swoje funkcje kontrolne na polityków, którzy dość często reprezentują interes swojej partii, a nie całego społeczeństwa. Stąd do tradycyjnego konfliktu między zarządem a kontrolującymi spółkę politykami (rządem) dochodzi konflikt między politykami a właścicielami ostatecznymi. I tylko wysokie i stale wypłacane dywidendy mogą przekonać ostatecznych właścicieli (obywateli), że spółka funkcjonuje prawidłowo [Gugler 2003, s. 1301].

Badający rynek chiński twierdzą natomiast, że wysokie wypłaty dywidend przez spółki z udziałem państwa są przede wszystkim efektem „drenowania” (*tunneling effect*)², czyli wyprowadzania ze spółki wolnych środków [Li i in. 2013], i że jest to główna przyczyna wypłacania przez spółki kontrolowane przez państwo wysokich dywidend na rynkach rozwijających się. Państwo wprowadziło na giełdy atrakcyjne przedsiębiorstwa, z których chce obecnie czerpać korzyści [Lam i in. 2012, s. 214]. A korzyści te wynikają zarówno z otrzymywanych dywidend, jak i z podatków od dywidend, które płać pozostali akcjonariusze [Wang i in. 2011, s. 368].

4. Strategie dywidendowe spółek z udziałem Skarbu Państwa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Powstanie spółek z udziałem Skarbu Państwa (SSP) miało związek z transformacją ustrojową, której założeniem było zastąpienie własności państwowej prywatną. Emanacją takiego myślenia była Ustawa z 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (DzU nr 51, poz. 298 ze zm.). Celem tej ustawy było nadanie dotychczasowym przedsiębiorstwom państwowym formy organizacyjno-prawnej typowej dla podmiotów prawa handlowego po to, by część akcji zbyć na rzecz inwestorów prywatnych. Jednak akcje wielu jednoosobowych spółek SP nie znalazły nabywców, a poza tym coraz częściej zaczęły pojawiać się głosy, że ze względu na znaczenie dla gospodarki kraju w części spółek SP powinien zachować znaczące udziały, aby móc decydować o ich losach.

Stąd dzisiejszy stan SSP to efekt wieloletniego ścierania się różnych, przeciwstawnych koncepcji i działań, a nawet zwykłego przypadku. Państwo jest dominującym akcjonariuszem największego banku, największych firm energetycznych i surowcowych, np. PKS Puławy SA. Bardzo ważną rolę w procesie prywatyzacji odgrywa GPW.

² W polskim prawie używa się słowa „tunelowanie”, które oznacza transferowanie aktywów spółki zależnej do majątku dominującego akcjonariusza [Oplustil]. Zdaniem autora właściwiej istotę zjawiska oddaje słowo „drenowanie”.

Tabela 1. Strategie dywidendowe SSP na tle pozostałych spółek

Wyszczególnienie	Ogółem spółki krajowe	SSP	Pozostałe spółki	Udział (relacja) SSP w ogółem (%)	Spółki płacące dywidendy			
					ogółem spółki krajowe	SSP	pozostałe spółki	udział (relacja) SSP w ogółem (%)
Kapitalizacja (mld zł)	593,5	245,3	348,2	41,3	454,1	227,3	226,8	50,0
Zysk netto za 2012 r. (mld zł)		20,8			31,9	19,9	12,0	62,5
Zysk do podziału (mld zł)		22,3			33,5	20,8	12,6	62,3
Spółki płacące dywidendy	136	14	122	10,3	136	14	122	10,3
Dywidenda (mld zł)	19,4	11,4	8,0	58,7	19,4	11,4	8,0	58,7
Relacja dywidendy do zysku za 2012 r. (%)		55,8			60,8	57,1	66,9	94,0
Stopa wypłaty dywidendy (%)*		52,2			58,0	54,7	63,4	94,3
Stopa dywidendy (%)	3,3	4,6	2,3	142,1	4,3	5,0	3,5	117,3

* Stopa wypłaty jest wyrażoną w % relacją dywidendy do zysku do podziału.

Źródło: [Kowerski 2014].

W końcu 2013 r. na GPW notowanych było 20 spółek, w których SP był bezpośrednim akcjonariuszem. Spółki te stanowiły tylko 5% wszystkich notowanych spółek krajowych, ale ich kapitalizacja wyniosła 254,3 mld zł, co stanowiło 41,3% kapitalizacji giełdy, przy czym wartość akcji należących do SP wyniosła 103,4 mld zł (17,4% kapitalizacji giełdy³). W 2013 r. dywidendy wypłaciło 14 SSP (70% wszystkich SSP) i 122 spółek bez bezpośredniego udziału SP (31,9% pozostałych spółek). Ale wartość wypłaconych przez SSP dywidend wyniosła 11,4 mld zł, co stanowiło 58,7% wszystkich wypłat. SSP płacące dywidendy charakteryzują się niższą o 7,8 punktu procentowego stopą wypłaty dywidendy niż pozostałe spółki, ale o 1,5 punktu procentowego wyższą stopą dywidendy.

5. Ocena skłonności do płacenia dywidend przez spółki z udziałem Skarbu Państwa

W swoich dotychczasowych badaniach autor zakładał, że skłonność do płacenia dywidend zależy od czynników ekonomiczno-finansowych charakteryzujących

³ W 15 spośród 20 spółek SP posiada co najmniej 27,5% i jest dominującym akcjonariuszem. W końcu 2013 r. wartość akcji należących do SP w tych spółkach wyniosła 93,9 mld zł (15,8% kapitalizacji giełdy).

analizowane spółki i uwarunkowań makroekonomicznych. Korzystając z danych o spółkach notowanych na GPW w latach 1995-2009, oszacował logitowy model decyzji o wypłatach dywidend, w którym znalazło się 10 zmiennych objaśniających, w tym opisujące sytuację spółki w roku poprzednim:

- decyzja o wypłacie dywidendy, która jest miarą zjawiska lepkości dywidend,
- rentowność mierzona stopą zwrotu z kapitałów własnych,
- wielkość mierzona logarytmem naturalnym z aktywów ogółem w cenach stałych,
- możliwości inwestycyjne mierzone relacją wartości rynkowej do kapitałów własnych,
- dojrzałość mierzona relacją kapitału zakładowego do kapitałów własnych,
- dźwignia finansowa mierzona relacją kapitałów własnych do aktywów,
- ryzyko wyrażone za pomocą współczynników zmienności cen akcji badanych spółek,

oraz zmienne opisujące strukturę sektorową badanych spółek i politykę podatkową w roku wypłaty dywidendy:

- zmienna zero-jedynkowa określająca przynależność bądź nie danej spółki do sektora bankowego,
- współczynniki preferencji podatkowych dla dywidend.

W latach 1996-2009 chętniej podejmowały decyzje o wypłacie dywidend spółki, które w poprzednim roku były bardziej rentowne, większe, dojrzałe, miały mniejsze możliwości inwestycyjne, charakteryzowały się mniejszą dźwignią finansową i były mniej ryzykowne. Chętniej wypłacały dywidendy banki niż spółki z pozostałych sektorów, spółki chętniej płaciły dywidendy w okresach korzystniejszej dla dywidend polityki podatkowej [Kowerski 2011, s. 247-248]. Tak więc wśród zmiennych determinujących skłonność do płacenia dywidend nie znalazły się wskaźniki opisujące strukturę własnościową spółek. Dlatego postawiono hipotezę, że wybrane do modelu zmienne dobrze opisują również większą skłonność do płacenia dywidend przez SSP⁴. Przyjmując wartości zmiennych objaśniających dla SSP w 2012 r. i korzystając z modelu, obliczono prawdopodobieństwa wypłat dywidend w 2013 r. dla 18 SSP, które były notowane przez cały 2012 rok. Tylko dla 3 SSP prawdopodobieństwa wypłaty były mniejsze od 0,5, co wskazywało, że tylko te 3 spółki nie wypłacą dywidendy. W 2013 r. spośród 18 analizowanych spółek dywidend nie wypłaciły 4 spółki. Prognoza nie sprawdziła się w przypadku 3 spółek: 2 spółki (BEDZIN, LOTOS) nie wypłaciły dywidend pomimo prawdopodobieństw przekraczających 0,5, a spółka, dla której prawdopodobieństwo wypłaty wyniosło 0,41 (POLICE), wypłaciła dywidendę. Trafność prognoz wyniosła 83,3%.

⁴ Skłonność do płacenia dywidend od wejścia na giełdę (wyrażona w % relacja liczby wypłaconych dywidend do liczby możliwych wypłat [Kowerski 2011, s. 111]) przez SSP notowane w końcu 2013 r. wyniosła 69% i była przeszło dwukrotnie wyższa niż pozostałych spółek.

Tabela 2. Prognozy wypłat dywidend przez SSP w 2013 r.

Spółka	Prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w 2013 r.	Prognoza wypłaty w 2013 r.*	Dywidenda w 2013 r.*	Trafność prognozy**
AZOTY TARNOW	0,65	1	1	1
BEDZIN	0,91	1	0	0
BGZ	0,49	0	0	1
BOGDANKA	0,96	1	1	1
CIECH	0,02	0	0	1
ENEA	0,97	1	1	1
GPW	0,93	1	1	1
JSW	0,96	1	1	1
KGHM	0,99	1	1	1
LOTOS	0,68	1	0	0
PGE	0,94	1	1	1
PGNiG	0,70	1	1	1
PKNORLEN	0,74	1	1	1
PKOBP	0,98	1	1	1
POLICE	0,41	0	1	0
PULAWY	0,97	1	1	1
PZU	0,98	1	1	1
TAURONPE	0,95	1	1	1
Średnia dla spółki z udziałem SP	0,89			

* 1 oznacza prognozę wypłaty lub wypłatę dywidendy, 0 – prognozę niewypłacenia lub niewypłacenie dywidendy;

** 1 oznacza, że prognoza była trafna, 0 – że prognoza nie była trafna.

Źródło: obliczenia własne.

SSP płaciły dywidendy nie dlatego, że ich właścicielem jest państwo, ale dlatego, że spełniały kryteria spółek skłonnych do płacenia dywidend, gdyż są:

1) większe – w 2012 r. kapitalizacja SSP była prawie sześciokrotnie wyższa niż pozostałych spółek,

2) znacznie mniej ryzykowne – w 2012 r. ryzyko mierzone ilorazem różnicy ceny maksymalnej i minimalnej do ceny minimalnej dla SSP było o 1/3 mniejsze niż dla pozostałych spółek,

3) bardziej rentowne – w 2012 r. tylko 1 SSP (5,6%) poniosła stratę, natomiast wśród pozostałych stratę odnotowało ponad 30% spółek. Stopa zwrotu netto z kapitałów własnych SSP jest o ponad 40% wyższa niż pozostałych spółek notujących zyski,

4) pozbawione dużych możliwości inwestycyjnych – wskaźnik kapitalizacji do wartości księgowej aktywów w 2012 r. dla SSP był o 12,6% mniejszy niż dla pozostałych,

5) dojrzsze w sensie wskaźnika kapitału zakładowego do kapitałów własnych, który w końcu 2012 r. wyniósł 0,22, chociaż średnia liczba lat na giełdzie SSP wynosi 6 i jest mniejsza niż dla pozostałych (8 lat),

6) obciążone mniejszą dźwignią finansową.

6. Wnioski

Zaprezentowane wyniki obliczeń skłaniają do wniosku, że SSP chętniej płacą wyższe dywidendy nie dlatego, że ich właścicielem jest państwo, ale dlatego, że spełniają kryteria ekonomiczno-finansowe charakterystyczne dla spółek o wysokiej skłonności do płacenia dywidend. Niższa o niemal 8 punktów procentowych od pozostałych spółek płacących dywidendy i tylko nieznacznie przekraczająca 50% stopa wypłaty dywidendy, a także stosunkowo rzadkie sięganie do kapitału zapasowego i funduszy rezerwowych [Kowerski 2013, s. 281-285] świadczą o rozsądnej polityce dywidendowej prowadzonej przez SSP. Należy jednak podkreślić, że SSP notowane na GPW (poza spółkami energetycznymi i paliwowymi) nie realizują zadań związanych bezpośrednio z bezpieczeństwem państwa⁵, lecz są to spółki komercyjne, które przede wszystkim dla SP mają charakter fiskalny, a być może również pomagają w kreowaniu polityki gospodarczej. Jednak jeżeli decyzje SP o wypłatach dywidend mają na celu transfer części wolnych środków (drenowanie), to poziom tego transferu nie powinien zagrażać działalności spółek nadzorowanych przez państwo.

Literatura

- Bojańczyk M., 2010, *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym. Kryzys zarządzania spółkami*, Difin, Warszawa.
- Easterbrook F.H., 1984, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, "American Economic Review" vol. 74, issue 4, s. 650-659.
- Grzegorzczak F., 2012, *Przedsiębiorstwo publiczne kontrolowane przez państwo*, LexisNexis, Warszawa.
- Jensen M.C., Meckling W., 1976, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics" vol. 3, issue 4, s. 305-360.
- Kowerski M., 2011, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, WSE w Krakowie, WSIZ w Rzeszowie, WSZiA w Zamościu.
- Kowerski M., 2013, *Dywidenda a wynik finansowy w ostatnim roku obrotowym*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 291, Wydawnictwo UE, Wrocław, s. 278-288.
- Kowerski M., 2014, *Uwagi dotyczące sposobu liczenia stopy wypłaty dywidendy*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wydawnictwo UE, Wrocław (w druku)

⁵ Zadania takie określa Ustawa z 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego ds. Skarbu Państwa, DzU nr 65, poz. 404, tzw. ustawa o złotym wiecie.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1999, *Corporate ownership around the world*, "The Journal of Finance" vol. LIV, no. 2, s. 471-516.
- Lam K., Sami H., Zhou H., 2012, *The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market*, „China Journal of Accounting Research” vol. 5, issue 3, s. 199-216.
- Lintner J., 1956, *Distribution of incomes of corporation among dividends, retained earnings and taxes*, „American Economic Review” vol. 46, issue 2, s. 97-113.
- Li S., Chen W., Chen C., 2013, *Tunneling or alignment? The interaction between shareholding ratios, control shareholders behavior and firm performance in a transitional economy – Evidence from China*, March 13-16, Albuquerque, New Mexico, USA, Southwestern Finance Association Annual Conference.
- Oplustil K., *Zarządzanie ładem korporacyjnym*, Katedra Polityki Gospodarczej UJ, http://www.law.uj.edu.pl/~kpg/images..._korporac/lad%20%20korp%20skrypt.doc (5.04.2014).
- Szilagyi P.G., Renneboog L., *How Relevant is Dividend Policy Under Low Shareholder Protection?*, EFA 2008 Athens Meetings Paper; CentER Discussion Paper Series no. 73, <http://ssrn.com/abstract=925190>.
- Trojanowski G., Renneboog L., *Control structures and payout policy*, ECGI-Finance Working Paper no. 80, 2005, <http://ssrn.com/abstract=707421>.
- Truong T., Heaney R., 2007, *Largest shareholder and dividend policy around the world*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” vol. 47, issue 5, s. 667-687.
- Wang X., Manry D., Wandler S., 2011, *The impact of government ownership on dividend policy in China*, „Advances in Accounting” vol.27, issue 2, s. 366-372.

DO STATE CONTROLLED PUBLIC COMPANIES PAY TOO HIGH DIVIDENDS?

Summary: The paper shows that a very high payout of dividends by state controlled companies on the Warsaw Stock Exchange is not the result of specific state dividend policy (tunneling effect) but the characteristics of state controlled companies which favour high propensity to pay dividends. These are profitable, big in size, mature, with low leverage, investment opportunities and risk companies.

Keywords: dividend, state controlled companies, Warsaw Stock Exchange.