

Strategia zaangażowania kapitałowego Skarbu Państwa w spółkach mniejszościowych w kontekście przepływów pieniężnych z dywidend

Radosław Winiarski

Skarb Państwa może uzyskiwać dwojakiego rodzaju korzyści z tytułu posiadania akcji lub udziałów w spółkach kapitałowych. W pierwszym przypadku będą to przychody ze sprzedaży akcji bądź udziałów w procesie prywatyzacji. W wyniku przekształceń własnościowych prywatyzowane spółki otrzymują dostęp do kapitału i nowych technologii, zmianie ulega forma organizacji rynku na bardziej konkurencyjną oraz, dzięki strategicznemu inwestorowi, poprawia się efektywność zarządzania przedsiębiorstwem. Przeciwnicy prywatyzacji utrzymują, iż państwo kontrolując spółki powinno realizować przychody z dywidend i zamienić jednorazowy przychód z prywatyzacji na długoterminowy przepływ z zysków przeznaczonych do podziału w przyszłości. Z pewnością z dyskusji nad modelowym rozwiązaniem wyłączone powinny być spółki o strategicznym znaczeniu z punktu widzenia interesu publicznego (sektor obronny, część sektora energetycznego). Długoterminowa realizacja polityki przychodów z dywidend obarczona jest ryzykiem, iż spółka z udziałem państwa może w okresach dekonunktury nie osiągać zaplanowanych wyników lub wręcz ponosić straty, co znacznie utrudni realizację planu przychodów z tego tytułu.

1. Wstęp – uwarunkowania polityki dywidend

Polityka wypłat dywidend w kontrolowanych przez Skarb Państwa podmiotach dotyczy w istocie problemu, przed którym stoi każdy właściciel, decydując się na dystrybucję wykreowanej przez spółki wartości dodanej. W teorii ani praktyce życia gospodarczego nie funkcjonuje uniwersalny model ułatwiający znalezienie prawidłowych relacji między wynikiem finansowym zatrzymanym w przedsiębiorstwie oraz częścią zysku netto przeznaczoną na wypłatę dywidendy lub wykup własnych akcji. W praktyce nierzadko panuje przekonanie, iż wysoki wskaźnik wypłaty dywidendy prowadzi do niedostatecznego zasilania spółki w kapitał obniżając potencjał rozwoju w przyszłości, co potocznie określane jest terminem „drenażu”.

W rzeczywistości pytanie o wpływ skali i kierunek redystrybucji przepływów finansowych dla akcjonariuszy nie może być analizowane w oderwaniu od efektywności wykorzystania zatrzymanego w przedsiębiorstwie kapitału. Wyższy poziom wypłaty dywidendy w spółkach prywatnych w porównaniu ze spółkami kontrolowanymi przez Skarb Państwa dowodzi, iż prowadzenie stabilnej, zaplanowanej polityki dywidendy może być czynnikiem wzrostu wartości firmy w przyszłości¹. Kluczem w tym przypadku jest wyższa efektywność wykorzystania kapitału w sektorze prywatnym, w którym strategia wypłaty dywidendy kształtowana jest w warunkach maksymalizacji wartości dodanej kreowanej przez spółkę w długoterminowej perspektywie.

Decyzje o przeznaczeniu części zysku dla właściciela, jakim jest państwo, podejmowane są w warunkach ograniczeń wynikających np. z presji konieczności realizacji założonych przychodów budżetowych. Presja ta jest szczególnie wysoka w sytuacji niskich wpływów do budżetu z prywatyzacji. Utrudnia to prowadzenie efektywnej polityki dywidend z punktu widzenia kreacji długoterminowego wzrostu wartości spółek. Według Sierpińskiej, obciążenie wyniku finansowego spółek z udziałem Skarbu Państwa dywidendą jest źródłem pogorszenia możliwości finansowania tych podmiotów tworząc asymetrię warunków rozwoju przedsiębiorstw różniących się formą własności (Sierpińska 1999: 55).

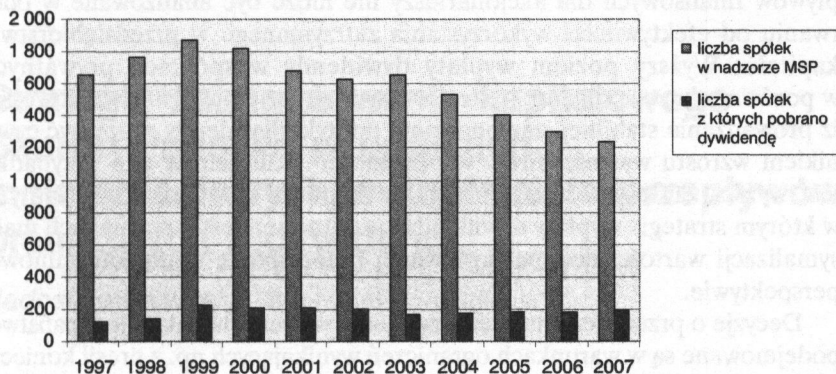
Nieznajdująca potwierdzenia w praktyce teoria wpływu decyzji w obszarze polityki dywidend na wycenę przedsiębiorstwa utrudnia jednoznaczne przyjęcie bądź odrzucenie tezy o słuszności kontynuacji dotychczasowej strategii właścicielskiej Skarbu Państwa². Wnioski z poniższej analizy powinny być istotnym głosem w dyskusji nad zasadnością, w kontekście efektywności ekonomicznej oraz założeń strategicznych, dalszej obecności państwa jako właściciela w spółkach, w których jest ono dzisiaj mniejszościowym akcjonariuszem bądź współnikiem.

2. Zmiany skłonności do wypłaty dywidendy

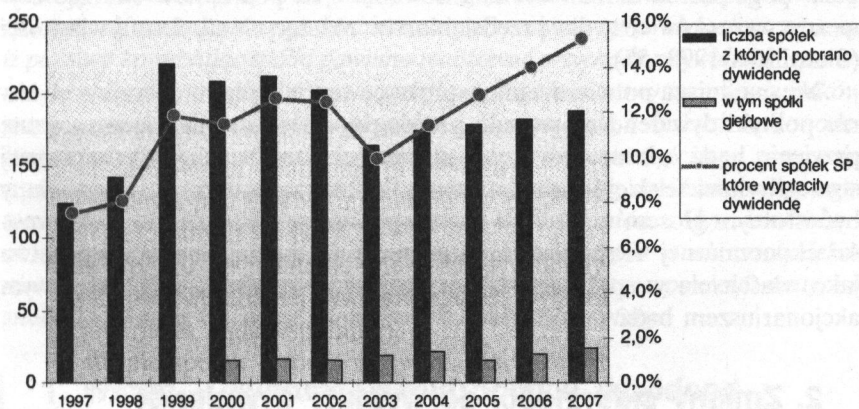
W latach 1997–2007 liczba spółek z udziałem Skarbu Państwa, z których co roku pobierano dywidendę, mieściła się w przedziale 124 (1997) – 221 (1999).

W analizowanym okresie udział spółek wypłacających dywidendę w liczbie podmiotów będących w nadzorze MSP rósł sukcesywnie z 7,5% w roku 1997 do 15,2% w roku 2007. Niestety wzrost procentowy nie był konsekwencją zwiększenia się liczebności spółek odprowadzających część wyniku finansowego do kasy państwowej, lecz zmniejszenia się bazy spółek pozostających w nadzorze.

Relacje te wydają się być istotne, szczególnie w kontekście planów przychodów z dywidendy wynikających z ustawy budżetowej. W latach 2006–2007



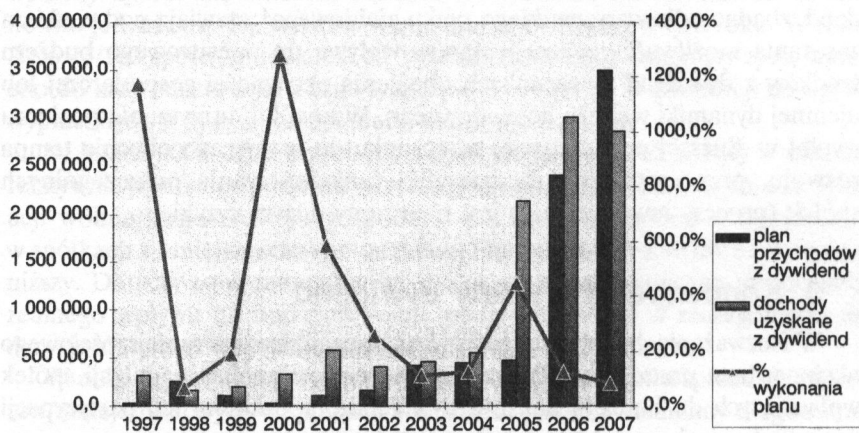
Rys. 1. Spółki w nadzorze MSP. Źródło: MSP.



Rys. 2. Spółki wypłacające dywidendę z udziałem Skarbu Państwa. Źródło: MSP.

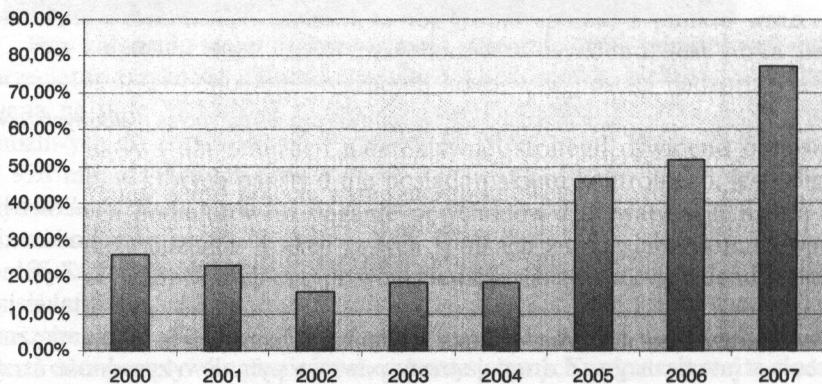
planowane przychody do budżetu uzyskane z dywidend wyniosły odpowiednio 2,4 i 3,5 mld zł. W latach poprzednich, poza rokiem 1998, wpływy z tego źródła do kasy państwowej znacznie przewyższały wcześniejsze założenia. W sytuacji niższych przychodów z prywatyzacji, założenia planowanych kilkumiliardowych przychodów z dywidend obarczone są w przyszłości ryzykiem z uwagi na wysokie uzależnienie realizacji planu od aspektów koniunkturalnych.

Analizując skłonność do wypłaty dywidendy (mierzoną udziałem podmiotów wypłacających dywidendy w ogólnej liczbie spółek), należy pamiętać



Rys. 3. Plany oraz wykonanie przychodów do budżetu z dywidend (tys. zł). Źródło: MSP

tać, iż zmiany tych relacji uzależnione są od etapu rozwoju samych podmiotów jak też otoczenia gospodarczego, w którym funkcjonują. Skłonność do wypłaty dywidendy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (która jest platformą obrotu dla spółek wnoszących znaczny procent dywidendy do budżetu państwa³) osiągnęła w latach 1992–2006 przeciętny poziom 28,25% (Kowerski, *Wypłaty dywidend...*). Obecnie są to relacje porównywalne ze skłonnością do wypłaty dywidendy na rynkach rozwiniętych. Oznacza to, iż nie ma racjonalnych przesłanek do założeń o dynamicznym wzroście tego wskaźnika w warunkach polskiej gospodarki w przyszłości.



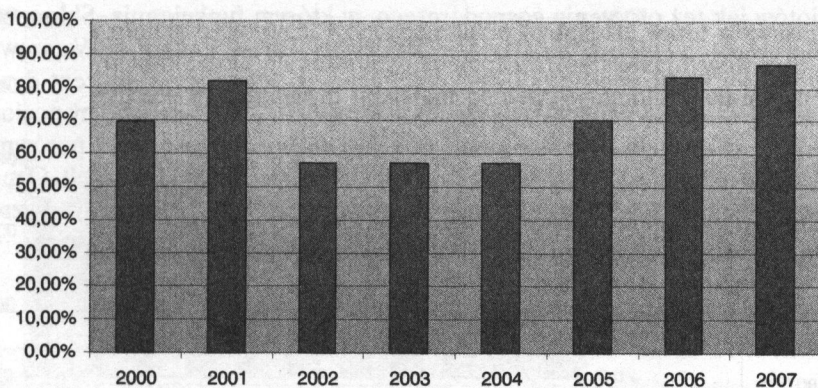
Rys. 4. Udział spółek giełdowych w przychodach z dywidendy do budżetu państwa. Źródło: MSP

Dodatnia, silna zależność zmian PKB oraz skłonności do wypłaty dywidend, zbadane dla warszawskiego rynku giełdowego⁴, stawiają pod znakiem zapytania możliwość realizacji planów wpływu do państwowego budżetu środków z dywidend w warunkach obniżenia aktywności gospodarczej lub ujemnej dynamiki wzrostu gospodarczego. Wzrost lub utrzymanie poziomu wypłat w dłuższej perspektywie, w stosunku do trwającego obecnie tempa rozwoju, przy uwzględnieniu specyfiki funkcjonowania poszczególnych spółek (procesy inwestycyjne⁵) jest obciążony dużym ryzykiem.

3. Koncentracja wypłaty dywidend

W Rozważaniach nad zasadnością kontynuacji strategii mniejszościowego akcjonariusza przez Skarb Państwa pomocna jest analiza populacji spółek wpłacających do budżetu państwa dywidendę, pod kątem ich partycypacji w generowanych przychodach z tego tytułu.

Analiza spółek, których właścicielem jest państwo, zarówno giełdowych jak i niepublicznych, wskazuje na wysoką koncentrację wypłat dywidend.



Rys. 5. Koncentracja wypłat dywidend dla Skarbu Państwa wśród spółek giełdowych (dwie spółki)⁶. Źródło: MSP.

Tak wysoka koncentracja wypłat dywidend w spółkach z udziałem Skarbu Państwa oznacza, iż w latach 2005–2006 realizacja planu przychodów do budżetu z dywidend uzależniona była w ok. 80% od pięciu spółek. Z jednej strony oznacza to, iż w kontekście diskutowanych planów spółki, takie jak KGHM SA, PKO BP SA, TP SA, PEKAO SA, PGNiG SA, nabierają znaczenia strategicznego. Z drugiej strony powraca pytanie o zasadność utrzymywania udziału Skarbu Państwa w spółkach mniejszościowych. W roku 2005 ilość spółek z udziałem Skarbu Państwa poniżej 40%, które wypłaciły dywidendę, wyniosła 71 (na 179 generujących zysk netto). Podmioty te

wpłaciły dywidendę na rzecz budżetu w wysokości ok. 225 mln zł, co stanowiło jedynie ok. 6% wartości wypłaconych dywidend w tym roku. W roku 2006 73/182 spółek z udziałem SP poniżej 40%, które osiągnęły zysk, wpłaciło do kasy państwowej z tego tytułu ok. 350 mln zł. W proporcji do ogółu wypłaconych w tym roku dywidend stanowiło to 12%.

W latach 2005–2006 przychody z dywidendy realizowane były w okresie relatywnie wysokiego poziomu wzrostu gospodarczego. Oznacza to, iż w sytuacji wolniejszego rozwoju gospodarki poziom przychodów z dywidendy, w spółkach z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa, byłby z pewnością niższy. Dotyczy to w szczególności spółek, w których państwo nie posiada realnego wpływu na funkcjonowanie podmiotu w tym w szczególności na decyzje dotyczące przeznaczenia części zysku na dywidendę.

W obliczu powyższego zasadne jest rozważenie wariantu sprzedaży pakietów mniejszościowych w spółkach z udziałem państwa i zamiany długoterminowego strumienia przychodów z dywidendy na jednorazowy przychód z prywatyzacji. Przychód ten uwzględniałby zdyskontowane korzyści z tytułu wzrostu wartości spółek w czasie. Nie bez znaczenia jest również wybór odpowiedniego momentu sprzedaży. Podmioty o mniejszej kapitalizacji są bardziej wrażliwe na wahania koniunktury i sprzedaż tych spółek w okresie słabszej koniunktury oznaczać będzie niższą wycenę tych przedsiębiorstw metodą dochodową i w konsekwencji możliwy spadek przychodów z prywatyzacji.

4. Skumulowany strumień płatności z dywidend w spółkach z udziałem Skarbu Państwa poniżej 40%

Przyjmując założenie, iż Skarb Państwa otrzymywałby w przyszłości przychody dywidendowe z tytułu udziałów w spółkach, w których posiada dzisiaj poniżej 40%, na poziomie zbliżonym do roku 2006 (ok. 350 mln zł) można szacunkowo określić wartość korzyści z tego tytułu dla budżetu państwa w długim terminie.

Przy założeniu stopy dyskontowej na poziomie 10%, odzwierciedlającej przeciętne ryzyko działalności operacyjnej tych spółek, bieżąca, zaktualizowana na datę 31.12.2007 r. wartość skumulowanych korzyści z dywidend możliwych do zrealizowania w przyszłości przez Skarb Państwa wynosi ok. 3 928 mln zł. Hipotetyczną wartość wypłat oszacowano przy założeniu, iż dynamika wzrostu wyników finansowych spółek oraz wypłaconych dywidend równa się realnie 1% rocznie.

Skala korzyści w postaci przychodów z prywatyzacji w wariantcie sprzedaży posiadanych udziałów i akcji analizowanych spółek byłaby z pewnością wyższa z uwagi na fakt różnicy przyszłych przepływów finansowych z tytułu dywidend oraz przepływów pieniężnych wykorzystywanych w dochodowej metodzie wyceny DCF⁷. Prywatyzacja wiąże się również z korzyściami w postaci bardziej efektywnego wykorzystania aktywów przez nowego właściciela, co może w przyszłości powiększyć wpływy podatkowe do budżetu państwa.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	wartość rezydualna
strumień dywidendy	350,00	353,50	357,04	360,61	364,21	367,85	371,53	375,25	379,00	382,79	382,79
współczynnik dyskontujący		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,42	4 295,75
stopa dyskontowa (%)		10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
zdyskontowany strumień dywidendy		321,36	295,07	270,93	248,76	228,41	209,72	192,56	176,61	162,34	1 821,82

Tab. 1. Hipotetyczne przepływy pieniężne z dywidendy od spółek, w których Skarb Państwa posiada poniżej 40% (w mln zł). Źródło: opracowanie własne.

Poniższe zestawienie zawiera zalety i wady utrzymywania przez Skarb Państwa pakietów w spółkach mniejszościowych.

Korzyści:

- Możliwość sprawowania pasywnej kontroli nad spółkami, w których Skarb Państwa posiada pakiety mniejszościowe (wykonywanie praw z akcji/udziałów, prawo wspólnika do kontroli w sp. z o.o., dostęp do informacji, itp.),
- Możliwość uzyskiwania wpływów z dywidendy,
- W przypadku większego rozdrobnienia akcjonariuszy/udziałowców uzyskiwanie realnego wpływu na funkcjonowanie podmiotu (KGHM, Orlen).

Wady:

- Zamrożenie kapitału w trudnozbywalnych akcjach, zmniejszenie kwoty wpływów z prywatyzacji,
- Brak możliwości realizacji przychodu ze sprzedaży akcji/udziałów w wybranym przez siebie momencie – z reguły, z wyłączeniem płynnych akcji notowanych na GPW,
- Brak wpływu na ustalenie wielkości dywidendy (przeznaczenie zysku i wysokość ewentualnej dywidendy zależą wyłącznie od większościowego akcjonariusza bądź wspólnika),
- Po stronie spółek – trudności w realizacji założonej strategii działania spółki poprzez obowiązek uzgadniania decyzji pomiędzy głównymi akcjonariuszami, często o rozbieżnych interesach (np. maksymalizacja dywidendy a polityka inwestycyjna, dopływ kapitału zewnętrznego – podwyższenie kapitału),
- Utrudnienia w pozyskiwaniu przez spółki kapitału zewnętrznego,
- Utrzymywanie anachronicznego modelu funkcjonowania państwa w gospodarce, niedostosowanie do struktury właścicielskiej przedsiębiorstw Unii Europejskiej.

5. Podsumowanie

- a) Ilość spółek wypłacających co roku dywidendę dla Skarbu Państwa, w okresie 1997–2007 oscyluje w przedziale 124–221 podmiotów. Wyniki finansowe spółek płacących dywidendę silnie uzależnione są od poziomu wzrostu gospodarczego.
- b) Skłonność do wypłaty dywidendy przez spółki, w których państwo jest akcjonariuszem bądź udziałowcem rośnie z roku na rok. Wynika to ze zmniejszenia się ilości podmiotów pozostających w nadzorze MSP przy relatywnie stałej ilości spółek przeznaczających część zysku netto na dywidendę;
- c) Możliwości wzrostu skłonności do wypłaty dywidend w przyszłości z tytułu przyrostu liczebności spółek wypłacających dywidendę są mocno ograniczone.
- d) Średnia stopa wypłat dywidendy w spółkach, w których Skarb Państwa jest udziałowcem lub akcjonariuszem, w latach 2005–2006 kształtowała się na poziomie ok. 20%. Skarb państwa posiada ograniczone możliwości wpływania na wzrost tej stopy, w szczególności w podmiotach, nad którymi nie sprawuje realnej kontroli.
- e) Udział spółek giełdowych w przychodach z dywidendy do budżetu państwa jest wysoki i w dalszym ciągu rośnie.
- f) Obserwowany jest wysoki poziom koncentracji wypłaty dywidend na rzecz Skarbu Państwa zarówno w spółkach giełdowych jak i nienotowanych na warszawskim parkiecie. Za ogólny poziom wartości wpłacanej do kasy państwowej dywidendy odpowiada kilka dużych spółek giełdowych stanowiących kluczowy element strategii realizacji planu przychodów do budżetu z tego tytułu.
- g) W latach 2005–2006 spółki z udziałem Skarbu Państwa poniżej 40%, stanowiły w przychodach budżetowych z tytułu dywidendy jedynie odpowiednio 6% oraz 12%. Podmioty te stanowiły jednocześnie 40% populacji spółek z udziałem Skarbu Państwa, które wygenerowały zysk netto i wypłaciły w tym okresie dywidendę. Jak widać, efektywność zaangażowania kapitałowego państwa w tej grupie spółek, z punktu widzenia planu wpływu do budżetu przychodów z dywidend, jest niska przy konieczności ponoszenia bieżących kosztów w postaci nadzoru właścicielskiego.
- h) Alternatywą dla realizacji nieefektywnej strategii dywidend odnośnie spółek, w których państwo nie posiada pakietu kontrolnego, jest sprzedaż tych podmiotów i osiąganie przychodów z prywatyzacji. Kwota ze sprzedaży udziałów i akcji w tych spółkach zawierałaby skumulowaną wartość planowanych przepływów pieniężnych z tytułu dywidend w przyszłości.
- i) W wariancie sprzedaży udziałów i akcji w spółkach mniejszościowych istotny jest wybór odpowiedniego momentu wyceny i sprzedaży pakietów.

Analizowane spółki to podmioty rentowne, których wartość dochodowa uzależniona jest od czynników koniunkturalnych.

Sprzedż udziałów i akcji w analizowanych podmiotach byłaby korzystna z uwagi na:

- zwiększenie przychodów z prywatyzacji o kwotę ok. 4 mld zł (przy przyjęciu uproszczonych założeń z powyższej analizy) przy jednoczesnym utrzymaniu zaangażowania kapitałowego w przypadku spółek strategicznych z punktu widzenia proporcji przychodów z dywidend,
- wyjście kapitałowe ze spółek, w których Skarb Państwa nie jest w stanie prowadzić efektywnej polityki nadzoru właścicielskiego,
- uwolnienie w spółkach procesu decyzyjnego od konfliktów wynikających z rozbieżnych interesów akcjonariuszy,
- kształtowanie właściwej struktury własności poprzez rezygnację z zaangażowania kapitałowego państwa w spółkach, w których obecność nie jest uzasadniona strategicznie.

Przyjęta w realiach kryzysu gospodarczego, przez kierownictwo Ministerstwa Skarbu Państwa na początku 2009 r. nowa strategia prywatyzacji na najbliższe lata zdaje się wychodzić naprzeciw niektórym zasygnalizowanym powyżej problemom. Nowelizacja ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji zakłada możliwość zbycia państwowych udziałów w spółkach kapitałowych w formie aukcji (Baca, Iwaniuk 2009). Według pomysłodawców tego typu forma wyjścia ze spółki Skarbu Państwa przewidywana była właśnie dla spółek mniejszościowych. Koncepcje takie wydają się warte rozważenia zwłaszcza w kontekście planowanego spadku wartości przepływów z dywidend w spółkach z częściowym udziałem państwa w najbliższych latach.

Informacje o autorze

Dr Radosław Winiarski – Zakład Bankowości i Rynków Finansowych, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. E-mail: rwiniarski@wz.uw.edu.pl.

Przypisy

- 1 W latach 2005–2006 średnia stopa wypłat z dywidendy utrzymywała się na poziomie ok. 20% (spółki Skarbu Państwa).
- 2 Skarb Państwa utrzymuje zaangażowanie kapitałowe w spółkach mniejszościowych realizując co roku przychody z dywidend.
- 3 Po roku 2004 spółki giełdowe stanowiły w ponad 58% źródło przychodów z dywidend dla państwa.
- 4 Współczynnik korelacji, między tymi zmiennymi, w okresie 1995–2006 wyniósł 0,63 (istotny statystycznie na poziomie 0,05).
- 5 Obserwowany od kilku lat wzrost gospodarczy umożliwił spółkom Skarbu Państwa odzyskanie progu rentowności i generowanie dodatnich przepływów pieniężnych. Stwarza to warunki do realizacji na szeroką skalę procesów inwestycyjnych. Warun-

kiem zwiększenia lub odnowienia zdolności produkcyjnych jest jednak zatrzymanie często znacznej części zysku w spółce.

- 6 W stosunku do wartości wpłaconych do kasy państwowej dywidend przez spółki giełdowe.
- 7 Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy w § 5 ust 1 pkt. 1 wskazuje metodę zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych jako jedną z metod wykorzystywanych w procesie szacowania wartości spółki.

Bibliografia

- Baca, K. i W. Iwaniuk. 2009. *Nowa stara strategia Skarbu Państwa*, <http://www.rp.pl/artukul/5,262743.html>.
- Barteczko, A. 2008. *Połowa wpływów z dywidend dla MSP będzie od blue chips*, <http://biznes.interia.pl/news/polowa-wplywow-z-dywidend-dla-msp-bedzie-od-blue-chips,1112605>.
- Kowerski, M. i E. Nowak. (red). 2007. Wpływ dotychczasowych strategii dywidendowych na bieżące decyzje o wypłatach dywidend przez spółki giełdowe, Rachunkowość zarządcza a ryzyko działalności gospodarczej. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, nr 1175, s. 156–164.
- Kowerski, M. *Wypłaty dywidend na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu.
- Sierpińska, M. 1999. *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Warszawa – Kraków: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. z dnia 7 października 1996 r.).
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy (Dz. U. z dnia 24 czerwca 1997 r.).