



Jacek Uchman

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów,
jacek.uchman@ue.wroc.pl

Wypłaty dywidend spółek giełdowych z udziałem kapitałowym otwartych funduszy emerytalnych

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena wypłat dywidend dokonywanych przez spółki giełdowe z udziałem kapitałowym otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Innymi słowy chodzi o to, jaki efekt dla wypłat dywidend wynika z faktu, że udziałowcami spółek są OFE, czyli najbardziej znacząca grupa inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku giełdowym. Podstawowe pytanie badawcze brzmi: „Czy spółki z udziałem OFE dokonyują wypłat dywidend częściej niż ogół spółek giełdowych?”. Analizie poddano liczbę spółek wypłacających. Badania empiryczne oparto na podstawie danych spółek z indeksów giełdowych sWIG80 i WIG20. Wyniki nie są przesądzające, ale wskazują, że spółki z udziałem OFE częściej dokonywały wypłat niż ogół spółek z analizowanych indeksów. Przedmiotem zainteresowania nie są same OFE i uwarunkowania ich działalności, ale wypłaty dywidend. Otwarte fundusze emerytalne są objęte rozważaniami o tyle, o ile wiążą się z podziałem zysku (polityką dywidend) spółek giełdowych.

Słowa kluczowe: finanse przedsiębiorstw, podział zysku, polityka dywidend, instytucjonalni akcjonariusze, fundusze emerytalne

JEL: G35, G30, G32

1. Wprowadzenie

Artykuł ma za zadanie określić znaczenie akcjonariuszy instytucjonalnych, jakimi są otwarte fundusze emerytalne (OFE), dla wypłat dywidend spółek giełdowych. Podstawowe pytanie badawcze brzmi: „Czy spółki z udziałem OFE dokonują wypłat dywidend częściej niż ogół spółek giełdowych?”. Odpowiedź na nie jest o tyle istotna, że może stanowić podstawę dalszych rozważań z zakresu wypłat i polityki dywidend w spółkach. Same fundusze i ekonomika ich działania są zasadniczo poza obszarem bieżącego opracowania. Ze względu na czytelność wyводу i wyeksponowanie głównego problemu pojęcie podziału zysku identyfikowane jest głównie jako wypłaty dywidend. Bazą empiryczną tych rozważań są z natury rzeczy spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW), także ze względu na regulacje ustawowe (Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych; Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 stycznia 2014 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat). Założono, że pewnej wiedzy w tym obszarze mogą dostarczyć informacje dotyczące liczebności spółek dokonujących wypłat. Jako podstawę empiryczną rozważań przyjęto analizę spółek z dwóch indeksów giełdowych – WIG20 i sWIG80 – reprezentujących duże i małe podmioty. Szersze badania, w tym oparte na wskaźnikach wypłaty dywidend czy analizach branżowych, były utrudnione ze względu na niekompletność materiałów źródłowych. Na podstawie zaprezentowanego materiału daje się dostrzec pewne tendencje oraz można wyprowadzić ostrożne i ograniczone wnioski dotyczące znaczenia tej formy akcjonariatu dla częstości wypłat dywidend w spółkach.

2. Dywidendy a struktura własnościowa akcjonariatu w teorii

W rozważaniach teoretycznych decyzje finansowe spółek ze względu na typ akcjonariatu najpełniej analizowane są w teorii agencji i w rozważaniach praktycznych z obszaru *corporate governance*. Rozpatrywane są różne grupy interesariuszy spółek: zarządzający, akcjonariusze, obligatariusze. Akcjonariusze obejmują akcjonariat większościowy i mniejszościowy.

Sformułowanie i rozwój teorii agencji jest w dużym stopniu zasługą M.C. Jensena i W.H. Mecklinga (1976: 305–360). Teoria ta ma wiele wątków, ale w głównym nurcie dotyczy dużych spółek akcyjnych zarządzanych przez wyspecjalizowanych menedżerów, których pozycja staje się znacząca przez fakt, że zajmują się oni na bieżąco działalnością przedsiębiorstwa. Dotyczy ona struktury własności-

wej i organizacyjnej przedsiëbiorstw i konsekwencji finansowych stąd wynikających. Akcjonariuszami spóлек w państwach o gospodarkach rynkowych mogą być wiëkszościowi inwestorzy instytucjonalni, którzy kontrolują sytuację finansową przedsiëbiorstw. Mogą to również być inne podmioty, np. osoby fizyczne. Oddzielenie własności od zarządzania i rozproszenie jej powoduje, że nie zawsze istnieje efektywna możliwość kontroli kadry zarządzającej spóлек.

Zgodnie z koncepcją agencji menedżerowie są skłonni dążyć do jak największego wzrostu firmy, powodującego wzrost ich władzy¹. Wzrost firmy jest zazwyczaj powiązany z dodatkowymi gratyfikacjami dla kadry zarządzającej, ale niejednokrotnie może okazać się szkodliwy dla spóлек. Akcjonariusze odczuwają potrzebę zabezpieczenia swoich interesów, stąd pojawiają się koszty agencyjne, rozumiane między innymi jako koszty kontroli kadry zarządzającej. Koszty agencyjne obejmują takie elementy, jak: koszty pozyskania informacji, koszty kontraktów, koszty monitorowania, koszty transakcyjne (Jensen, Meckling, 1976: 469–506). Różnica interesów między kadrą menedżerską a akcjonariuszami jest ograniczana przez wypłaty дывиденд dla akcjonariuszy, przez co pomniejsza się środki pieniężne kontrolowane przez kierownictwo firm, co powoduje ograniczenie władzy teŝe kadry zarządzającej i wystawia ją na ocenę rynku kapitałowego. Finansowanie wydatków inwestycyjnych z wewnëtrznych źródeł własnych pozwala na uniknięcie tych trudności (Brycz, Pauka, 2013: 31–50). Można nawet powiedzieć, że naczelnym celem firmy, według kadry zarządzającej, może nie być maksymalizacja jej wartości, ale zwiększanie bogactwa rozumianego jako gotówka i inne płynne aktywa finansowe. Innymi słowy, dla zarządzających menedżerów naczelnym celem firmy jest gromadzenie siły nabywczej zdolnej pozyskać w dowolnym momencie dobra i usługi² (Jensen, 1986: 323–324).

Akcjonariusze dążą do wypłat wysokich дывиденд, traktowanych jako instrument zabezpieczający dyscyplinę finansową. Menedżerowie firm mogą bowiem na różne sposoby wykorzystywać swoją uprzywilejowaną pozycję w celu zagospodarowania zysków. Mogą oni np. transferować aktywa do firm kontrolowanych po korzystnych cenach, przyznawać sobie nadmierne uposażenia, wykorzystywać ceny transferowe, marginalizować zewnëtrznych inwestorów przez emisję udziałów (akcji) kupowanych przez siebie (La Porta i in., 2000: 1–33). Zróznicowanie interesów obu grup można przewyciężyć przez partycypację kadry menedżerskiej we własności przedsiëbiorstwa.

Jeżeli kierownictwo firmy jest wybierane przez podmioty mające wiëkszościowe udziały, które mogą w ten sposób sprawować ścisłą kontrolę nad firmą,

¹ Wzrost firmy to wzrost jej wartości, udziału w rynku, zyskowności i sprzedaży.

² Wolny *cash flow* to zasoby wewnëtrzne przedsiëbiorstwa, które przewyższają jego potrzeby inwestycyjne, czyli możliwość sfinansowania inwestycji charakteryzujących się dodatnim *NPI*. Może on być wykorzystany na różne sposoby, w tym na wypłaty dla właścicieli.

to różnice interesów mogą nadal być znaczne. Akcjonariusze większościowi mogą działać na niekorzyść drobnego akcjonariatu.

Wyplacone dywidendy mogą redukować koszty agencyjne, to znaczy koszty kontroli kadry zarządzającej przez akcjonariuszy, która jest wtedy przenoszona na rynek kapitałowy. Kontrolna funkcja rynku kapitałowego wynika z faktu, że po dystrybucji zysku staje się on ważnym źródłem finansowania firmy. Rynek weryfikuje postępowanie kadry zarządzającej i sytuację finansową spółek. Jednak wypłata dywidend oznacza również wzrost kosztów fiskalnych związanych z wypłatą dywidend, a także kosztów transakcyjnych związanych z emisją nowych akcji bądź instrumentów dłużnych. Koszty te będą wzrastać do momentu, gdy wyrównają korzyści związane z obniżką kosztów agencyjnych.

Poziom wypłacanych dywidend jest uzależniony od poziomu zabezpieczenia prawnego interesów akcjonariuszy. Wpływa on na oczekiwania akcjonariuszy dotyczące poziomu wypłat. Są kraje o wysokim i kraje o niskim poziomie ochrony prawnej akcjonariuszy (La Porta i in., 2000: 1–33). W państwach, w których przepisy prawne przewidują dobrą ochronę akcjonariuszy, spółki charakteryzujące się dużym wzrostem mają niższe wskaźniki wypłat dywidend niż spółki o mniejszej dynamice wzrostu produkcji i zysków³. Natomiast w krajach bez dobrej ochrony prawnej akcjonariusze nie będą mieć poczucia bezpieczeństwa i będą dążyć do jak najwyższych wypłat (La Porta i in., 2000: 1–33).

Jednak, paradoksalnie, polityka wysokich wypłat dywidend może implikować powstanie konfliktu interesów między akcjonariuszami a posiadaczami obligacji. Różnica interesów może powstać, jeśli przedsiębiorstwo, aby zrekompensować wypłatę dywidend i obniżenie możliwości finansowania własnego, dokonuje nadmiernej emisji obligacji – innymi słowy, jeśli się nadmiernie zadłuża. Podnosi to poziom ryzyka u dawców kapitału obcego. Taka sytuacja występuje również, gdy środki pochodzące z obcych źródeł są bezpośrednio lub pośrednio przeznaczone na wypłaty dywidend⁴. W taki sposób dawcy kapitału obcego (nabywcy obligacji) mogą finansować wypłaty dywidend dla współwłaścicieli spółek. Ograniczanie takiego postępowania dokonuje się przez zabezpieczenia formalno-prawne na rzecz dawców kapitału obcego (Kalay, 1982: 211–232). Pojawia się wtedy dodatkowy mechanizm kontrolny w postaci płatności rat kapitałowych i odsetek.

Zadłużenie ogranicza również koszty agencyjne (koszty kontroli) wolnego *cash flow* przez redukcję *cash flow* będącego w swobodnej dyspozycji kadry zarządzającej. Kontrolne skutki zadłużenia mogą być znaczące dla polityki optymalnej struktury kapitału w firmie, także dla wypłat dywidend (Jensen, 1986: 323–324).

³ Efekt ten został opisany w ramach jednego z modeli polityki dywidend (*outcome model of dividends*). Inne modele mogą prowadzić do innych wniosków.

⁴ Jeżeli system prawny danego państwa umożliwia takie postępowanie.

Uogólniając stosunek różnych grup interesariuszy do wypłat dywidend w teorii agencji, można powiedzieć, że menedżerowie dążą do ograniczenia wypłat w celu ochrony swojej pozycji w spółce. Akcjonariusze oczekują wysokich wypłat, które mają uniemożliwić zagospodarowanie tych środków kadrze zarządzającej na własne cele. W ten sposób ulegają zmniejszeniu koszty agencyjne. Natomiast posiadacze obligacji oczekują ograniczania wypłat dywidend. Inwestorzy instytucjonalni nie są wyróżniani jako oddzielna grupa.

W realiach polskiego systemu finansowego ten kierunek rozumowania może być wykorzystywany tylko w pewnych sytuacjach, między innymi dlatego, że instytucjonalne ramy polskiej gospodarki rynkowej nie są identyczne z systemem anglosaskim. Rodzaj interesariuszy spółek określa jednak do pewnego stopnia warunki podziału zysków. Struktura własnościowa spółek w państwach rozwiniętych jest wynikiem długotrwałego procesu, a w naszym kraju wciąż podlega ewolucji.

Podsumowując, można zauważyć, że polityka dywidend w teorii agencji jest powiązana z decyzjami w zakresie struktury kapitału, które jednocześnie sama warunkuje. To znaczy decyzje dotyczące wypłat wpływają na poziom zatrzymanych zysków i określają poziom zapotrzebowania na inne źródła finansowania. Na politykę dywidend wpływają interesy wszystkich podmiotów zaangażowanych w prowadzenie firmy. Działania tych podmiotów mogą być limitowane istniejącymi rozwiązaniami prawnymi, które ograniczają realizację interesów różnych grup związanych z przedsiębiorstwem. Jakość i zasięg regulacji prawnych i standardów postępowania przesądza o skali problemu. Wyплаты wysokich dywidend w schematach koncepcji agencji i problematyki *corporate governance* mogłyby być tłumaczone obawami mniejszościowych akcjonariuszy przed zatrzymaniem zysków w spółkach, czy też obawami, że większościowi inwestorzy, w tym także instytucjonalni, mogą zrealizować swoje interesy ich kosztem. Jednak takie tłumaczenie w polskich warunkach i w warunkach zapotrzebowania OFE na środki pieniężne, które pokryją ich wydatki, wydaje się obecnie mało realistyczne.

3. Empiria uwarunkowania wypłat dywidend w kontekście inwestorów instytucjonalnych

Zysk wytworzony przez spółki kapitałowe można pozostawić w przedsiębiorstwie bądź dokonać jego dystrybucji zewnętrznej. Decyzje podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy (WZA). Jeżeli w spółce długoterminowo uzna się, że priorytetowe dla firmy są decyzje rozwojowe, to wtedy najważniejszy jest poziom wydatków inwestycyjnych, a decyzje dotyczące wypłat z zysku są wtórne. Jednak czynniki decydujące o wypłatach mogą być różne. Należą do nich: opodatkowanie

dochodów, możliwości opłacalnych inwestycji, koszty transakcyjne, dostępność zewnętrznych źródeł finansowania, w tym poziom oprocentowania kredytów. Znaczącym czynnikiem są decyzje w zakresie struktury źródeł finansowania i oczekiwania akcjonariuszy konkretnych spółek dotyczące wypłat. Dywidendy mogą też być wypłacane w kontekście przyszłych emisji jako zachęta dla nowych akcjonariuszy do zakupu (Sierpińska, 1999; Kowerski, 2011). Wśród tych czynników warto także uwzględnić rodzaj akcjonariatu spółek, ponieważ struktura właścicielska może kształtować decyzje finansowe przedsiębiorstw. Dotyczy to zwłaszcza właścicieli instytucjonalnych, których znaczenie dla przedsiębiorstw jest duże. Podmioty działające na rynku kapitałowym, w tym przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni, mogą wywierać presję na politykę spółek i powodować, że firmy nie mogą ignorować znaczących dawców kapitału. Jednym z takich podmiotów są istniejące w polskim systemie finansowym otwarte fundusze emerytalne (OFE). Mogą one oddziaływać na różne obszary funkcjonowania firmy. Podział zysku jest jednym z nich. Takie podmioty jak OFE najczęściej nie są zainteresowane bezpośrednim zarządzaniem, ponieważ ich zadania ustawowe są inne. Nie mają też odpowiednich kompetencji. Natomiast ich lokaty muszą generować określony poziom dochodów. Ich sprawność działania może być mierzona za pomocą zestandaryzowanych wskaźników⁵. Na wielkość tych wskaźników wpływają dochody z lokat w papiery wartościowe. Z kolei z punktu widzenia wydatków OFE i ich płynności wypłaty dywidend są bardzo korzystne. Pominięta tutaj zostanie, i tak niełatwa do ustalenia, hierarchia rzeczywistych celów tej grupy akcjonariuszy spółek.

Podstawowym celem funkcjonowania spółek akcyjnych jest maksymalizacja korzyści akcjonariuszy. Zazwyczaj korzyści te są przekazywane dwoma kanałami. Należą do nich wypłacane dywidendy i przyrost rynkowej wartości akcji, czyli osiąganie tzw. zysku kapitałowego. Spółki często ogłaszają publicznie długoterminowe cele w zakresie wypłat, aby pokazać, że zagadnienie satysfakcji akcjonariuszy traktują bardzo poważnie. Rosnący poziom wypłat wskazuje, że te cele są rzeczywiście realizowane, jednak warto też pamiętać o zróżnicowaniu samych akcjonariuszy. Poszczególne grupy akcjonariuszy mogą oczekiwać różnych form gratyfikacji. Pojawiają się również opinie, że najbardziej zainteresowani w wypłacie dywidend są zagraniczni inwestorzy, ponieważ działają 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 (Glen i in., 1995: 12).

Akcjonariuszy można podzielić według liczby posiadanych akcji na małych i dużych. Z punktu widzenia formalno-prawnego można ich podzielić na osoby prawne i osoby fizyczne. Można też ich podzielić na akcjonariuszy krajowych i za-

⁵ Główny wskaźnik to stopa zwrotu (SZ). Wykorzystuje ona zmiany jednostki rozrachunkowej funduszu.

granicznych. Forma i czas preferowanych wypłat może się znacząco różnić dla poszczególnych grup. Wynika to między innymi z odmiennych interesów, zróżnicowanego zapotrzebowania na środki finansowe, odmiennej sytuacji podatkowej. W warunkach zróżnicowania interesów pojawia się problem ich pogodzenia.

Inwestorzy instytucjonalni (jak fundusze emerytalne czy fundusze inwestycyjne) mogą posiadać duże udziały w kapitałach własnych spółek. Mogą więc mieć decydujące znaczenie dla decyzji dotyczących podziału zysku i ewentualnie domagać się wysokich wypłat. W specyficznych sytuacjach mogą oni także dążyć do ograniczenia poziomu wypłat (Glen i in., 1995: 12)⁶. Niektóre badania prowadzone w tym obszarze wykazują pozytywny związek między wypłatami, a także wysokością wypłat dywidend spółek kapitałowych i obecnością instytucjonalnych właścicieli (Short i in., 2002: 105–122)⁷. Z kolei inne badania nie potwierdzają jednoznacznie powyższych zależności w tym obszarze (Grinstein, Michaely, 2005: 1389–1426).

Wybrane uwarunkowania decyzji w zakresie wypłat dywidend w realiach polskich zestawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Wybrane uwarunkowania decyzji dużych inwestorów w obszarze podziału zysku w spółkach giełdowych

Akcjonariusze	Uwarunkowania znaczące dla podziału zysku.
Fundusze emerytalne	Dążenie do wypłat uzależnione od wydatków funduszy i regulacji prawnych dotyczących ich działania i oceny.
Skarb Państwa	W warunkach wysokiego deficytu budżetowego dążenie do polityki wysokich wypłat.
Dominujący inwestorzy zagraniczni	Transfery dochodów za granicę często na poziomie kosztów, ponieważ jest to bardziej opłacalne podatkowo, ograniczanie wypłat z zysku. Skala zjawiska jest uzależniona w dużym stopniu od sprawności aparatu skarbowego kraju inwestycji.
Dominujący krajowi inwestorzy prywatni	Umiarkowane motywacje do dokonywania wypłat, jeżeli spółki mają opłacalne możliwości inwestycyjne. Mniejsze możliwości wyprowadzania zysków w innych formach niż inwestorzy zagraniczni.

Źródło: opracowanie własne; uwzględniono tylko wybrane czynniki specyficzne dla wymienionych podmiotów, odnoszono się do realiów polskiego systemu finansowego i systemu podatkowego, pominięto między innymi fundusze inwestycyjne i *venture capital*

Oczywiście czynniki decydujące o wypłatach w poszczególnych przypadkach mogą być inne, specyficzne dla danych podmiotów, uwzględniające przy tym indywidualne sytuacje spółek, których akcje są posiadane przez te podmioty.

⁶ Instytucje mogą dążyć do obniżenia poziomu wypłat, jeśli w danym momencie nie ma opłacalnych i akceptowanych przez prawo inwestycji finansowych.

⁷ Badania dotyczyły Wielkiej Brytanii.

Warto podkreślić, że problemy znaczenia inwestorów instytucjonalnych dla spółek są ściśle osadzone w instytucjonalno-prawnych cechach systemu finansowego państwa. Dotyczy to regulacji Kodeksu spółek handlowych, przepisów konstytuujących rynek papierów wartościowych i dotyczących funkcjonowania samych OFE. Ponadto pojawiają się tutaj normy ładu korporacyjnego. Sam problem oddziaływania funduszy jest o tyle istotny, że w Polsce OFE są, obok Skarbu Państwa, chyba najważniejszą grupą inwestorów instytucjonalnych⁸. Interesy obu tych grup w zakresie podziału zysku wydają się w ostatnich latach zbliżone.

4. Wypłaty dywidend w spółkach z udziałem funduszy emerytalnych na GPW

Znaczenie inwestorów instytucjonalnych na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych jest bardzo duże. Warto zatem przeanalizować, jak wygląda podział zysku – ten ważny element polityki finansowej przedsiębiorstw – w warunkach sporego zaangażowania kapitałowego OFE w spółki. Teoretycznie aktywność OFE w tym obszarze może wynikać z różnych motywów (por. Blake, 2014). Należą do nich:

- 1) możliwość lepszej kontroli nad kadrą zarządzającą spółek,
- 2) wykazywanie odpowiedniej stopy zysku,
- 3) dążenie do dokonywania wysokich wypłat na rzecz ubezpieczonych.

Warto pamiętać, że możliwość wpływania na dystrybucję zysków w spółkach zależy przede wszystkim od wysokości udziału funduszy emerytalnych w kapitałach własnych spółek.

Lokaty funduszy emerytalnych w akcje są, jak dotąd, limitowane przepisami prawnymi, które ograniczają wysokość lokat, odnosząc je do wysokości aktywów. Limity te wynikają z potrzeby ograniczania ryzyka lokat i są formą ochrony ubezpieczonych (Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 stycznia 2014 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat; Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych). Praktycznie nie ma normatywnego ograniczenia udziałów w kapitale spółek. W związku z tym fundusze mogą mieć pakiety kontrolne akcji w spółkach, co teoretycznie oznacza, że mają możliwość zarządzania tymi spółkami. Jednak OFE nie są do tego zaprojektowane i raczej nie posiadają kompetencji efektywnego zarządzania spółkami. Jeżeli jednak będą sprawowały ograniczoną i doraźną kontrolę nad spół-

⁸ O ile uznamy Skarb Państwa za porównywalną instytucję.

kami, mogą pojawić się między innymi problemy przewidziane w teorii agencji, dotyczące nieracjonalnych z punktu widzenia spółki działań kadry menedżerskiej. W praktyce wypłaty dywidend dla dużych i niezaangażowanych w bieżące zarządzanie spółką akcjonariuszy mogą więc, oprócz innych motywów, mieć spore znaczenie kontrolne.

W artykule na przykładzie dwóch indeksów giełdowych przeanalizowano wypłaty dywidend w spółkach z udziałem kapitałowym OFE. Wybór tych dwóch indeksów został podyktowany dostępnością i ciągłością danych⁹. Większe znaczenie porównawcze ma sWIG80, ponieważ WIG20 obejmuje największe podmioty giełdowe, o stabilnej sytuacji finansowej, które w większości dokonują regularnych wypłat. Stąd obecność funduszy emerytalnych jako akcjonariuszy w tej grupie spółek nie jest zapewne elementem zmiany jakościowej, ponieważ prawdopodobnie i bez nich przytłaczająca większość spółek z tej grupy dokonywałaby wypłat. Indeks sWIG80 jest indeksem małych spółek, zawiera większą liczbę podmiotów i wydaje się na tle WIG20 lepszą ilustracją badanych zagadnień.

Tabela 2. Udział spółek wypłacających dywidendy z indeksu WIG 20, w których OFE miały udziały kapitałowe w łącznej liczbie spółek z udziałem kapitałowym OFE z tego indeksu¹⁰

Wyszczególnienie	Lata					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Udział spółek z kapitałem OFE wypłacających dywidendę we wszystkich spółkach z kapitałem OFE indeksu WIG20 (procentowo i liczbowo)	38% 7/18	60% 12/20	68% 13/20	60% 12/20	80% 16/20	95% 18/19

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników giełdowych za poszczególne lata; udziały kapitałowe na podstawie GPWinfostrefy

Analiza wypłat za poszczególne lata wykazała, że coraz więcej spółek z indeksu WIG20 z udziałem OFE wypłaca dywidendy. Udział spółek płacących dywidendę z indeksu WIG20 przekracza znacznie udział wszystkich spółek wypłacających dywidendę we wszystkich spółkach rynku głównego GPW (wykres 1). Oznacza to, że spółki z indeksu WIG20 częściej wypłacały dywidendę niż spółki nienależące do tego indeksu. Wynika to w dużej mierze z charakteru spółek wchodzących w skład indeksu (są to największe spółki, o dużych możliwościach finansowych). Trochę inaczej wygląda sytuacja w grupie mniejszych spółek. Ilustruje to tabela 3.

⁹ Autor wykorzystał indeksy sWIG80 i WIG20, chociaż niewątpliwie obraz otrzymany na podstawie analizy wszystkich spółek byłby pełniejszy. Jednak kompletne dane nie były dostępne.

¹⁰ W 2009 i 2014 roku nie wszystkie spółki posiadały kapitał OFE, dlatego mianownik jest mniejszy niż 20.

Tabela 3. Udział spółek wypłacających dywidendy z indeksu sWIG80, z kapitałem OFE, w łącznej liczbie spółek z kapitałem OFE z tego indeksu

Wyszczególnienie	Lata				
	2010	2011	2012	2013	2014
Udział kapitałowy OFE w spółkach w %	Udział procentowy spółek wypłacających dywidendę z kapitałem OFE w ogólnej liczbie spółek z kapitałem OFE z indeksu sWIG80				
0–10	17%	20%	29%	30%	15%
11–20	33%	33%	33%	42%	42%
21–30	28%	47%	57%	46%	58%
31–40	50%	43%	40%	45%	50%
41–50		100%	33%	50%	50%
51–60			0	50%	66%
61–70				0	
71–80	100%	100%	100%	100%	50%
Udział spółek z kapitałem OFE wypłacających dywidendę we wszystkich spółkach z kapitałem OFE indeksu sWIG80* (procentowo i liczbowo)	29% 18/62	36% 25/68	38% 26/68	42% 29/69	37,5% 27/72
Udział spółek wypłacających dywidendę do wszystkich spółek indeksu sWIG80 (procentowo i liczbowo)	25% 20/80	41,3% 33/80	35% 28/80	38,8% 31/80	33,8% 27/80

* Łącznie, bez uwzględnienia zróżnicowania procentowego udziału OFE w spółkach.

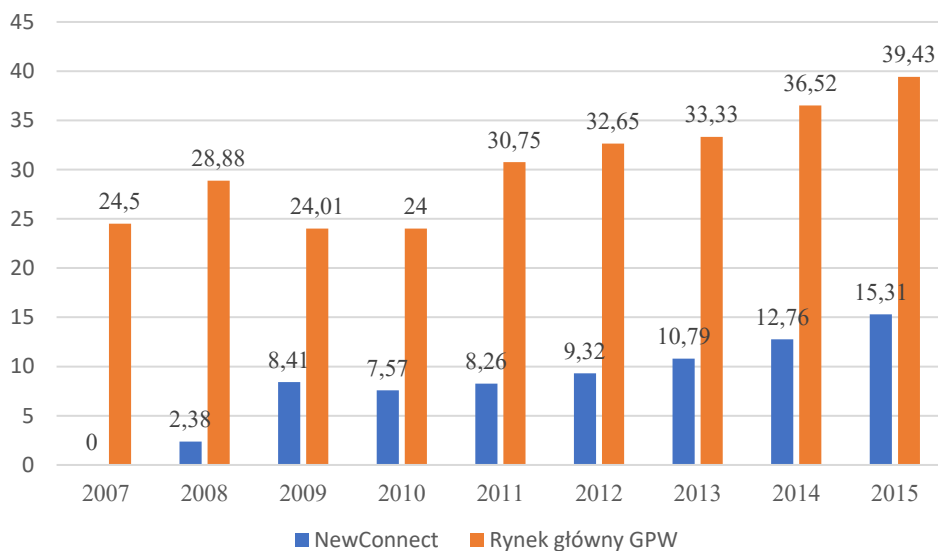
Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników giełdowych za poszczególne lata; udziały kapitałowe na podstawie GPWinfostrefy; puste miejsca oznaczają brak spółek z udziałem OFE w tych przedziałach

Należy zaznaczyć, że w najwyższych przedziałach wysokiego udziału kapitałowego OFE w spółkach liczba tych spółek okazała się niewielka (jedna lub dwie spółki). A zatem decyzja obu lub jednej z nich o wypłacie dywidend stanowić może już 100% lub 50% wypłacających spółek. Dlatego na podstawie danych dotyczących wypłat spółek z tych indeksów nie można definitywnie stwierdzić, że spółki, w których OFE miały wyższe udziały kapitałowe, płaciły dywidendy częściej niż spółki, w których OFE miały niższe udziały.

Dane dla całego rynku w porównaniu z danymi z indeksów pokazują systematyczny wzrost liczby spółek wypłacających dywidendy, z wyjątkiem dwóch lat, co można tłumaczyć skutkami kryzysu. Przedstawione dane z rynku NewConnect nie są w pełni porównywalne między innymi ze względu na krótki okres działania rynku, wielkość, a także jakość samych spółek. Warto także zwrócić uwagę, że inwestorzy instytucjonalni nie są tym segmentem tak zainteresowani jak rynkiem głównym GPW.

Przeprowadzone badania pozwalają zatem wychwycić pewną tendencję, a mianowicie tę, że procent spółek z udziałem OFE wypłacających dywidendy, a będących elementami indeksu sWIG80, jest nieznacznie wyższy niż procent spółek wypłacających dywidendy na rynku głównym w stosunku do ogólnej licz-

by spółek (tab. 3). Wskazówką jest też udział spółek z kapitałem OFE wypłacających dywidendę w ogólnej liczbie spółek z kapitałem OFE indeksu sWIG80, w porównaniu do udziału spółek wypłacających dywidendę w ogólnej liczbie spółek indeksu sWIG80¹¹. Porównanie to pokazuje, że udziały spółek z kapitałem OFE wypłacających dywidendę były nieznacznie wyższe w stosunku do udziału wszystkich wypłacających spółek z tego indeksu w ciągu całego badanego okresu, za wyjątkiem roku 2011. Daje się zauważyć, że więcej spółek z udziałem kapitałowym OFE dokonuje wypłat dywidend.



Wykres 1. Odsetek spółek wypłacających dywidendy w poszczególnych latach (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników giełdowych za poszczególne lata

Mimo zasygnalizowanej powyżej prawidłowości należy pamiętać, że – oprócz wpływu OFE na wypłaty dywidend przez spółki giełdowe – pewnym wyjaśnieniem częstszych wypłat może być sposób selekcji spółek do samych indeksów, a także wstępny wybór samych spółek przez OFE. Z kolei brak większego nacisku na wypłaty dywidend można byłoby tłumaczyć ekonomiką działania OFE. Wydatki funduszy nie mają charakteru całkowicie sztywnego, a tryb pozyskiwania nowych uczestników nie wymaga koncentrowania się wyłącznie na analizie stopy zwrotu z funduszy.

Uwzględniając to wszystko, można ostrożnie powiedzieć, że OFE (podobnie zresztą jak Skarb Państwa) są czynnikiem sprzyjającym wypłatom z zysku. Może być to traktowane jako czynnik pozytywny, o ile nie oznacza drenażu środków

¹¹ Por. ostatnie dwa wiersze tabeli 3.

własnych ze spółek¹². Można byłoby to zweryfikować, analizując wysokość wskaźnika wypłat dywidendy. Jednak ze względu na limitowany dostęp do danych nie zostało to w artykule uwzględnione. Ponadto, aby dokładnie określić znaczenie otwartych funduszy emerytalnych dla podziału zysku w przypadkach poszczególnych spółek, należałoby szczegółowo prześledzić procesy decyzyjne podejmowane na WZA w spółkach.

OFE mają znaczenie dla polityki finansowej spółek jako często najważniejsi inwestorzy instytucjonalni. Wpływ OFE jako akcjonariuszy na decyzje finansowe spółek giełdowych jest trudny do precyzyjnego pomiaru. OFE potrzebują środków pieniężnych na sfinansowanie płatności wynikających z ich działalności ustawowej. Obszerniejsza analiza ich zachowań powinna obejmować ich dochody i wydatki. Nie stanowiła ona jednak przedmiotu niniejszego opracowania. Pomiędzy także szerszą problematykę roli inwestorów instytucjonalnych jako większościowych akcjonariuszy oraz ich znaczenia dla rozwoju i stabilności całego rynku kapitałowego. Te wszystkie zagadnienia wykraczają poza problematykę wypłat. Ponadto nie wiadomo, w jakim kierunku rozwinię się funkcjonowanie otwartych funduszy emerytalnych. Jest to uzależnione od stanu finansów publicznych i polityki gospodarczej państwa. W każdym razie spółki z udziałem OFE częściej podejmowały decyzje o wypłatach dywidend, chociaż różnica w częstości dokonywanych wypłat nie jest wysoka.

5. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza pokazuje wypłaty dywidend z zysku w spółkach z udziałem dużych inwestorów instytucjonalnych, jakimi są OFE. Ich oddziaływanie może wpływać na politykę dywidend w dwojaki sposób. Po pierwsze, może oddziaływać na spółki w kierunku podniesienia poziomu wypłat jako zachęty dla potencjalnych inwestorów instytucjonalnych w celu nabywania ich akcji. Po drugie, i to wydaje się łatwiejsze do uchwycenia, może wpływać na decyzje dotyczące wypłat dywidend i na poziom tych wypłat w spółkach, których akcje OFE już posiadają. Gdyby tak było, należałoby przeanalizować w tych spółkach również poziom wskaźnika wypłat dywidendy, aby móc ocenić kierunek zmian. Rozwiązania teoretyczne i badania empiryczne w tym obszarze nie dają jednoznacznych wskazówek dotyczących reguł postępowania tych podmiotów (Grinstein, Michaely, 2005: 1389–1426). Praktyka gospodarcza sugeruje, że różne grupy dużych inwestorów mogą mieć odmienne interesy. OFE są dosyć

¹² W przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa istnieje niebezpieczeństwo takiej sytuacji. Dywidendy są bowiem traktowane przez akcjonariusza publicznego jako swego rodzaju podatek na rzecz budżetu, co przy znaczących potrzebach inwestycyjnych niektórych branż (np. energetyka) może stanowić poważny problem.

stabilnymi akcjonariuszami. Kapitałowe zaangażowanie OFE w spółkach jest korzystne ze względu na procentowy wzrost liczby spółek dokonujących wypłat дывиденд, przynajmniej w porównaniu z podmiotami bez udziału tego kapitału. Decyzje o częstości i poziomie wypłat mogą wpływać z różnych motywów. Oprócz wspomnianych wcześniej przyczyn wewnętrznych spółek może to być polityka podatkowa, monetarna, a także zjawiska zachodzące w samych OFE. Ze względu na obszerny zakres problematyki znajdują się one jednak poza obszarem niniejszego opracowania. Po zmianach, jakie nastąpiły w ostatnich latach, pojawia się wątpliwość, czy rozwiązania dotyczące OFE nie są tymczasowe, a więc także, czy ich znaczenie dla podziału zysków w spółkach zasługuje na szczególowe potraktowanie. Jednak można to zagadnienie odwrócić i zastanawiać się, jakie byłyby konsekwencje ich eliminacji z rynku i z kapitałów spółek. Wydaje się, że stanowią one element stabilizujący i są ważne nie tylko dla spółek, ale także dla całego rynku kapitałowego. Ten obszar dociekań wymaga odrębnego opracowania.

Bibliografia

- Blake D. (2014), *Modelling Pension Funds Investment Behaviour (Routledge Revivals)*, Routledge, New York.
- Brycz B., Pauka M. (2013), *Analiza polityki дывиденд w polskich przedsiębiorstwach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 768, s. 31–50.
- 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.
- Grinstein Y., Michaely R. (2005), *Institutional Holdings and Payout Policy*, „The Journal of Finance”, vol. 60, issue 3, s. 1389–1426.
- Jensen M.C. (1986), *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review Papers and Proceedings”, vol. 76, s. 323–324.
- Jensen M.C., Meckling W.C. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, s. 469–506.
- Kalay A. (1982), *Stockholder – Bondholder Conflict and Dividend Constraints*, „Journal of Financial Economics”, vol. 10, s. 211–232.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach дывиденд przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie WSE, Kraków.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000), *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, „The Journal of Finance”, vol. 55, issue 3, s. 1–33.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 stycznia 2014 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat (Dz.U. z 2014 r., poz. 116).
- Short H., Zhang H., Keasey K. (2002), *The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 8, issue 2, s. 105–122.
- Sierpińska M. (1999), *Polityka дывиденд w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.

Uchman J. (2002), *Podatkowe uwarunkowania polityki wypłat dywidend w spółkach kapitałowych*, Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław.


Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 1997 r. Nr 139, poz. 934 ze zm.).

Dividend Payments in Listed Companies Partly Owned by Private Pension Funds (OFE)

Abstract: The aim of the paper was to estimate the frequency of dividend payment made by companies partly owned by private pension funds (OFE). In other words, it concentrates on the effect for dividend payment resulting from the fact that OFE are shareholders of companies that is the most important group of institutional investors on Polish stock market. The basic research question is: do companies with OFE shares pay dividends more often than the average stock companies. The number of companies paying dividends was analysed. The empirical research was based on the data coming from the companies from stock market indexes. The results are not obvious, however, they show that the companies partly held by OFE paid dividends more often than all companies from the analysed indexes. OFE are the point of interest in the paper as long as they refer to the distribution of profits of companies.

Keywords: corporate finance, distribution of profits, dividend policy, institutional investors, private pensions funds

JEL: G35, G30, G32

	<p>© by the author, licensee Łódź University – Łódź University Press, Łódź, Poland. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license CC-BY (http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/)</p>
	<p>Received: 2016-10-24; verified: 2017-03-21. Accepted: 2017-07-31</p>