

Justyna Franc-Dąbrowska

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**PODZIAŁ ZYSKU A *CASH FLOW*
W ZRÓWNOWAŻONYM ROZWOJU
PRZEDSIĘBIORSTW AGROBIZNESU**

1. Wstęp

Gospodarka rynkowa to gospodarka pieniężna. Warunkiem funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku jest zapewnienie utrzymania płynności finansowej. W krótkim czasie podmiot może funkcjonować, generując straty, niemożliwe jednak jest prowadzenie działalności bez bieżącego regulowania płatności. Nie bez powodu zasadniczym sprawozdaniem finansowym dla większości przedsiębiorstw stały się przepływy pieniężne (*cash flow*). Zatory płatnicze charakterystyczne dla gospodarki polskiej, szczególnie dotkliwe w rolnictwie w latach dziewięćdziesiątych, unaocznily przedsiębiorcom konieczność zwrócenia uwagi na tę sferę zarządzania finansami. Jedną z decyzji pozostającą w gestii organów zarządzających podmiotem gospodarczym jest kwestia rozdysponowania wypracowanego zysku (ewentualnie pokrycia straty). Każda decyzja o wypłacie dywidend właścicielom czy premii i nagród z zysku dla pracowników oraz tantiem dla kierownictwa wiąże się z koniecznością zapewnienia środków pieniężnych na wypłaty i ma odzwierciedlenie w rachunku przepływów pieniężnych. Decyzje o podziale zysku należy zaliczyć do grupy decyzji o charakterze strategicznym, gdyż wpływają nie tylko na gospodarkę pieniężną (w przypadku wypłat z zysku), ale także na wizerunek firmy na rynku (strukturę kapitału). Decyzje te warunkują także zachowanie równowagi finansowej w procesie rozwoju przedsiębiorstwa.

2. Cel, metodyka i zakres badań

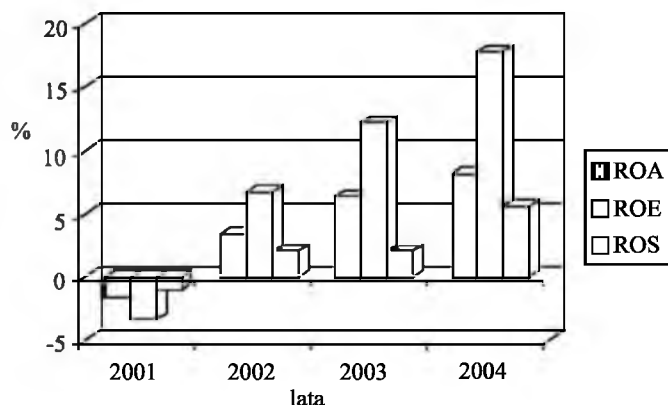
Celem artykułu jest określenie wpływu decyzji o podziale zysku na przepływy pieniężne. W związku z koniecznością zachowania płynności finansowej dla utrzymania firmy na rynku, badaniu poddano wskaźniki płynności finansowej oraz wybrane elementy rachunku przepływów pieniężnych. Analizie poddano 15 spółek

przemysłu rolno-spożywczego, które notowane były na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych (WGPW) i stanowiły jednolitą zbiorowość w latach 2001-2004. Wydzielono z niej spółki przeznaczające zysk na wypłaty pieniężne, do których należały: Jutrzenka SA, Żywiec SA i Polmos Białystok SA we wszystkich latach oraz Mieszko SA w 2001 r., Hoop SA w 2003 r. oraz Duda SA w 2004 r. Poinstalowano zweryfikować hipotezę badawczą: wypłaty pieniężne z zysku stanowią niewielki udział w przepływach pieniężnych.

Informacje o sytuacji finansowej spółek uzyskano ze sprawozdań finansowych publikowanych w Monitorze Polskim B.

3. Wyniki badań i dyskusja

W celu scharakteryzowania badanej zbiorowości w tab. 1 przedstawiono wybrane dane. Wynika z nich, że spółką borykającą się ze znacznymi trudnościami finansowymi była Ekodrob SA, ponosząca straty w latach 2002-2004 i cechująca się najniższymi wskaźnikami płynności. W 2001 r. aż 6 spośród 15 spółek poniosło stratę i uzyskiwało (średnio) niższe wskaźniki płynności finansowej. Jednocześnie, mimo ujemnego wyniku finansowego i niskiego poziomu płynności finansowej (wskaźnik płynności bieżącej 0,8, wskaźnik płynności przyspieszonej 0,5), Żywiec SA dokonał wypłaty dywidendy, stanowiącej 30% stanu środków pieniężnych na koniec roku. Dotychczasowe badania w zakresie polityki dywidend wskazują, że czasami wartość wypłacanych dywidend przekracza wypracowany zysk. Niektóre przedsiębiorstwa decydują się na zaciągnięcie kredytów, aby utrzymać politykę stałego lub regularnie wzrastającego poziomu dywidend, np. General Motors w 1980 r.



ROA – stopa zwrotu z aktywów ogółem, ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego, ROS – rentowność sprzedaży.

Rys. 1. Średni poziom wskaźników rentowności w spółkach przemysłu rolno-spożywczego w latach 2001-2004

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Wybrane dane charakteryzujące spółki akcyjne sektora rolno-spożywczego notowane na WGPW w latach 2001-2004 i stanowiące jednolitą zbiorowość

Wybrane dane w latach:						
Spółka	Wynik finansowy (tys. zł)	ROA ¹⁾ (%)	ROE ²⁾ (%)	ROS ³⁾ (%)	P ₁ ⁴⁾ (krotność)	P ₂ ⁵⁾ (krotność)
1	2	3	4	5	6	7
2001 r.						
Jutrzenka SA	4167	2,85	3,4	2,65	3,9	3,3
Wawel SA	3073	5,16	9,7	3,02	1,6	1,1
Hoop SA	12810	8,13	33,5	4,32	1,1	0,8
Kruszwica SA	-1397	1,48	6,1	1,02	0,8	0,2
Sokolów SA	-28348	-5,08	-10,0	-3,32	0,8	0,6
Ekodrob SA	-10165	-15,78	-147,1	-8,35	0,8	0,5
Pepees SA	689	1,14	1,8	1,60	1,3	0,6
Mieszko SA	5324	0,61	2,5	0,69	0,9	0,8
Wilbo SA	1223	0,95	1,6	0,57	1,8	1,2
Zywiec SA	-105284	-5,38	-10,0	-4,00	0,8	0,5
Indykpol SA	3861	1,97	6,7	0,79	1,1	0,7
Polmos Lublin SA	-1696	-2,37	-5,5	-0,75	1,3	1,2
Polmos Białystok SA	38491	11,66	19,9	3,31	2,3	2,1
Duda SA	150	0,21	0,6		1,0	0,8
Strzelec SA	-990	-0,85	-2,0	-1,76	1,3	1,1
Srednia	4167	-1,56	-3,3	-0,99	1,1	0,7
2002 r.						
Jutrzenka SA	1296	0,44	0,5	0,43	3,5	3,4
Wawel SA	3035	3,76	6,9	2,13	1,7	1,7
Hoop SA	19664	10,34	49,9	5,62	0,9	0,8
Kruszwica SA	8765	1,82	7,6	1,47	0,8	0,7
Sokolów SA	234	0,04	0,1	0,03	0,9	0,7
Ekodrob SA	-6835	-5,51	-598,0	-10,09	0,7	0,6
Pepees SA	3315	0,20	0,3	0,29	1,4	1,1
Mieszko SA	5776	3,81	12,2	4,01	0,9	0,7
Wilbo SA	-5395	-3,89	-7,2	-2,36	1,7	1,6
Zywiec SA	72034	4,15	7,0	2,66	0,8	0,3
Indykpol SA	2075	1,06	3,5	0,41	1,7	1,5
Polmos Lublin SA	4606	4,34	15,7	1,99	1,2	1,2
Polmos Białystok SA	42677	11,99	18,2	4,14	2,7	2,6
Duda SA	4868	4,16	8,8	2,54	1,3	1,3
Strzelec SA	588	0,38	1,2	0,80	0,6	0,5
Srednia	1296	3,38	6,8	2,09	1,0	0,9
2003 r.						
Jutrzenka SA	5567	4,63	5,7	3,35	3,2	3,0
Wawel SA	5008	5,40	10,5	3,02	1,6	1,5
Hoop SA	1413	0,45	1,3	0,41	0,8	0,8
Kruszwica SA	39334	5,68	25,3	6,23	0,9	0,9
Sokolów SA	8663	1,62	2,9	0,09	1,0	0,9
Ekodrob SA	3964	5,07	7,7	2,62	0,9	0,8

Tabela 1. cd.

1	2	3	4	5	6	7
2003 r.						
Pepes SA	3377	2,66	4,5	4,11	1,5	1,5
Mieszko SA	-12198	-6,93	-36,2	-8,53	0,6	0,6
Wilbo SA	2275	1,73	2,9	1,15	1,8	1,8
Żywiec SA	204143	12,22	18,5	16,51	1,0	0,8
Indykpol SA	8006	3,77	11,8	1,48	0,9	0,9
Polmos Lublin SA	6564	6,73	17,3	2,11	1,3	1,2
Polmos Białystok SA	35687	9,19	14,1	3,77	2,8	2,6
Duda SA	10323	6,21	10,0	3,81	2,7	2,7
Strzelec SA	-13411	-7,12	-30,0	-15,42	1,2	1,2
Srednia	5567	6,46	12,2	2,05	1,2	1,1
2004 r.						
Jutrzenka SA	8161	3,61	7,9	4,48	1,3	0,9
Wawel SA	18715	16,55	27,7	9,40	2,3	1,8
Hoop SA	-4060	-1,38	-3,9	-1,25	0,7	0,5
Kruszwica SA	37535	6,61	19,5	5,49	1,0	0,3
Sokolów SA	15239	2,61	4,5	1,19	1,1	0,7
Ekodrob SA	-3903	-4,98	-311,7	-1,72	0,7	0,5
Pepes SA	3247	2,39	4,1	4,32	1,5	0,6
Mieszko SA	167	0,09	0,2	0,10	0,8	0,6
Wilbo SA	-1620	-1,32	-2,1	-0,81	1,8	1,0
Żywiec SA	277527	13,38	24,0	12,90	0,6	0,4
Indykpol SA	13320	5,70	16,4	2,16	1,6	1,2
Polmos Lublin SA	12544	8,04	25,3	3,70	1,2	1,1
Polmos Białystok SA	65467	14,32	84,6	5,60	1,2	1,1
Duda SA	12939	4,40	7,8	3,18	1,2	1,0
Strzelec SA	–	–	–	–	–	–
Srednia	8161	8,23	17,8	5,67	1,0	0,7

¹⁾ ROA – stopa zwrotu z aktywów ogółem = $\frac{WF}{A} \times 100$, gdzie: WF – wynik finansowy netto,

A – księgowa wartość aktywów ogółem.

²⁾ ROE – stopa zwrotu z kapitałów własnych = $\frac{WF}{Kw} \times 100$, gdzie: Kw – księgowa wartość kapitału własnego.

³⁾ ROS – wskaźnik rentowności sprzedaży = $\frac{WF}{S} \times 100$, gdzie: S – przychody ze sprzedaży ogółem.

⁴⁾ P₁ – wskaźnik płynności bieżącej = $\frac{Ab}{Zb}$, gdzie Ab – aktywa bieżące, Zb – zobowiązania bieżące.

⁵⁾ P₂ – wskaźnik płynności przyspieszonej = $\frac{Ab - Z - RMK_c}{Zb}$, gdzie Z – zapasy, RMK_c – roz-

liczenia międzyokresowe czynne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych.

i 1981 r. [Wilimowska, Wilimowski 2001]. W kolejnych latach sytuacja przedsiębiorstw agrobiznesu poprawiła się i tylko w pojedynczych przypadkach ponoszono straty. Charakterystyczna była poprawa średnich wartości wskaźników rentowności (rys. 1) i płynności, wskazując na zrównoważony rozwój w obszarze finansów przedsiębiorstw.

Spółki, które zrealizowały wypłaty pieniężne z zysku, cechowały się wyższymi wskaźnikami rentowności oraz płynności finansowej. Wyjątki potwierdzające regułę stanowiły Żywiec SA w 2001 r., Jutrzenka SA w 2002 r. oraz Hoop SA w latach 2003-2004. Zaskakująca wydaje się wypłata dywidendy w spółce Hoop SA, gdyż w latach 2003-2004 zaobserwowano wyraźne pogorszenie wyników finansowych, łącznie z poniesieniem straty w 2004 r. (w którym to roku również nastąpiła wypłata dywidendy).

Z danych zamieszczonych w tab. 2 wynika¹, że w kolejnych latach od 4 do 6 spółek z 15 realizowało wypłaty pieniężne. Wypłaty te miały bardzo zróżnicowaną skalę – od „symbolicznego” 1% w przypadku spółki Duda SA do około 49% w spółce Żywiec SA stanu gotówki na koniec okresu sprawozdawczego. Podejmując decyzje o wypłatach pieniężnych z zysku, podmioty są zobowiązane do zabezpieczenia odpowiedniego poziomu środków pieniężnych na ich realizację, stąd zagadnienie to rozpatrywane jest z poziomu *cash flow*. W większości przypadków wypłaty pieniężne z zysku stanowiły 20-50% wartość stanu gotówki na koniec okresu sprawozdawczego. Oznacza to, że wypłaty te w skali całej działalności pieniężnej spółek stanowiły stosunkowo niewielki udział. Średnio w latach udział wypłat dywidend w stanie gotówki na koniec roku wykazał tendencję wzrostową od 7% w 2001 r. do 128% w 2004 r. (rys. 2). Znaczny wzrost średnich wartości spowodowany był niskim stanem gotówki spółki Mieszko SA w 2001 r. (czego efektem był wysoki udział dywidend 830%) oraz relatywnie niewielkim stanem gotówki w stosunku do skumulowanych wypłat dywidendy w spółce Żywiec SA w latach 2003-2004.

Decyzje o wypłatach pieniężnych z zysku konkurują z decyzjami o charakterze inwestycyjnym. W zależności od przyjętej strategii rozwoju, decyzje w zakresie podziału zysku będą oceniane przez inwestorów w zróżnicowany sposób. W niektórych sytuacjach przeznaczanie zysku na wypłaty dywidend i innych świadczeń może być postrzegane jako „przejadanie majątku” [Franc-Dąbrowska 2006; Pluta 1999; McManus, Gwilym 2006]. Z tego względu zanalizowano relację wartości wypłaconych dywidend do wydatków inwestycyjnych. We wszystkich latach średnio stosunek ten zwierał się w granicach od 0,1% w 2002 r. do maksymalnie 10,1% w 2003 r., potwierdzając tezę o relatywnie niewielkim znaczeniu wypłat pieniężnych z zysku w przepływach *cash flow*. Sytuacja była nieznacznie zróżnicowana w poszczególnych spółkach, a podmiotem wyróżniającym się był Żywiec SA, w którym

¹ W tabeli 2 podano wybrane elementy (ze względu na rozległość tabel) *cash flow* spółek, które zrealizowały wypłaty pieniężne z zysku.

Tabela 2. Wybrane pozycje *cash flow* oraz wskaźniki charakteryzujące spółki akcyjne sektora rolno-spożywczego notowane na WGPW w latach 2001-2004 i stanowiące jednolitą zbiorowość

Wybrane dane w latach:							
Spółka	Wpływy inwestycyjne (zł)	Wydatki inwestycyjne (zł)	Wpływy finansowe (zł)	Wydatki finansowe (zł)	Gotówka (zł)	Udział wypłat dywidendy ^{*)} (%)	Udział wypłat premii i nagród ^{**)} (%)
2001 r.							
Jutrzenka SA	620847	634475	–	2142	3966	54,01	–
Mieszko SA	14288	19266	10179	16192	275	829,09	–
Zywiec SA	6706	225879	654500	584777	61681	29,96	–
Polmos Białystok SA	108	5537	6000	14403	125277	4,78	1,92
Srednia	49892	70201	100469	35857	16895	7,15	1,02
2002 r.							
Jutrzenka SA	1042744	1037342	–	4990	9457	43,83	–
Zywiec SA	11206	252060	–	229618	65842	0,01	–
Polmos Białystok SA	949	56836	–	7828	141133	4,09	1,46
Srednia	73156	85348	46119	14392	17048	0,64	0,80
2003 r.							
Jutrzenka SA	988708	980251	–	23567	2206	28,15	–
Hoop SA	260476	324333	82840	43913	4004	49,95	–
Zywiec SA	146768	153765	250000	432327	2964	7648,75	–
Polmos Białystok SA	712751	743546	–	8608	177271	3,61	1,24
Duda SA	1863	35581	77074	15724	31845	1,04	–
Srednia	143161	156037	76706	19982	17974	87,56	0,82
2004 r.							
Jutrzenka SA	577738	619582	23254	1344	2243	58,23	–
Hoop SA	6992	10851	18977	54666	4338	29,92	–
Zywiec SA	193953	315819	375705	561140	4674	4848,57	–
Polmos Białystok SA	1552547	1650901	–	35280	146682	22,51	1,54
Srednia	171440	203525	79240	44385	14565	128,61	1,11

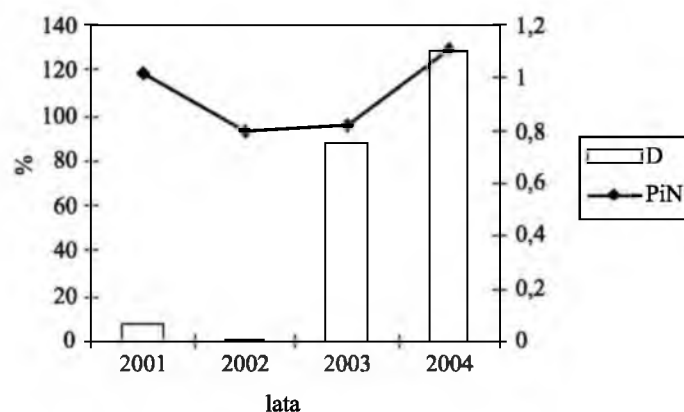
^{*)} Udział wypłat pieniężnych z zysku netto z przeznaczeniem na dywidendy w wartości środków pieniężnych na koniec roku,

^{**) Udział wypłat pieniężnych z zysku netto z przeznaczeniem na premie i nagrody dla pracowników w wartości środków pieniężnych na koniec roku.}

Źródło: opracowanie własne na podstawie rachunku przepływów pieniężnych.

wartość wypłaconej dywidendy w 2003 r. przekroczyła o 47% wartość wydatków inwestycyjnych. Można uznać, że w badanych jednostkach chętniej podejmowano decyzje o charakterze inwestycyjnym niż o wypłatach pieniężnych z zysku (zwłaszcza że wypłaty z zysku dokonywała ok. 1/3 spośród badanych spółek), postrzegając w reinwestycji zysku dodatkowe korzyści dla właścicieli w przyszłości. Potwierdzeniem jest relacja wartości wypłat dywidendy do salda przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej. Spółki przeznaczające zysk na wypłaty dywidendy inwestowały, ponosząc znacznie wyższe wydatki inwestycyjne niż wpływy w tym obszarze. Jedynie Jutrzenka SA w latach 2002-2003 (w niewielkim stop-

niu) oraz Hoop SA w 2004 r. cechowały się dodatnim saldem przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej.



Rys. 2. Średni udział wypłat dywidend (D) oraz premii i nagród (PiN) w stanie gotówki na koniec okresu sprawozdawczego, w spółkach przemysłu rolno-spożywczego w latach 2001-2004

Źródło: opracowanie własne.

Podobne zależności zaobserwowano, porównując wartość wypłat dywidendy z wydatkami finansowymi. Zmienność była analogiczna jak w przypadku wydatków inwestycyjnych, wyższe natomiast były wartości, od 0,8% w 2002 r. do 79% udziału wartości, wypłat dywidendy w wydatkach finansowych. Ma to swoje uzasadnienie we wcześniej sformułowanych wnioskach i potwierdza, że inwestowanie w przedsiębiorstwa miało większe znaczenie dla wizerunku i kondycji spółek w kolejnych latach niż krótkookresowe korzyści w formie wypłat pieniężnych z zysku. Dodatkowo, analizując wpływy i wydatki finansowe w relacji do salda przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej, wyraźnie widać finansowanie rozwoju przedsiębiorstw z kapitału własnego (reinwestowanie), wspomagane środkami obcymi.

Na uwagę zasługują wypłaty pieniężne z zysku w formie premii i nagród dla pracowników w spółce Polmos Białystok SA. Stanowiły one od 1,24% wartości gotówki w 2003 r. do 1,92% w 2001 r. Był to jedyny podmiot honorujący wypłatami z zysku osoby, które nie były właścicielami spółki. Tego typu wypłaty nazywane są quasi-dywidendą [Waślicki 2006] i wiążą się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów przez spółkę. Spółka ta charakteryzowała się najwyższym poziomem gotówki na koniec roku spośród podmiotów realizujących wypłaty pieniężne z zysku. Jednocześnie we wszystkich latach saldo przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej wskazywało na realizację inwestycji, z „niewielkim” wsparciem środków obcych. Systematyczne wypłaty premii i nagród dla pracowników oraz dywidend dla właścicieli nie stanowiły w tej spółce przeszkody w zrównoważonym rozwoju (rozpatrywanym z punktu widzenia finansów) i uzyskiwaniu wysokich wskaźników rentowności.

4. Podsumowanie

Większość przedsiębiorstw agrobiznesu podejmowała decyzje o reinwestowaniu zysku. W 1/3 spółek realizowano wypłaty pieniężne z zysku w formie dywidend oraz premii i nagród dla pracowników (Polmos Białystok SA). Były to spółki cechujące się lepszymi od średnich wskaźnikami rentowności oraz wyższym poziomem płynności. Skala wypłat z zysku była niewielka w stosunku do poziomu inwestycji oraz wartości gotówki na koniec okresu sprawozdawczego (wyjątkiem był Żywiec SA, w którym skumulowana wypłata dywidendy wielokrotnie przekraczała stan gotówki na koniec roku). Potwierdzono hipotezę badawczą o niewielkim udziale wypłat pieniężnych z zysku w rachunku przepływów pieniężnych, w stosunku do skali przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej, finansowej oraz do stanu gotówki na koniec okresu sprawozdawczego.

Literatura

- Franc-Dąbrowska J., *Gospodarowanie wynikiem finansowym w przedsiębiorstwach rolniczych*, Roczniki Nauk Rolniczych seria G, T. 92, Z. 2, Warszawa 2006.
- McManus I.D., Gwilym O., *Payment history, past returns and the perform dividend stocks*, „Managerial Finance” 2006 Vol. 32, I. 6.
- Pluta W., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999.
- Waślicki T., *Podział zysku w spółkach kapitałowych*, „Rachunkowość” 2006 nr 2.
- Wilimowska Z., Wilimowski M., *Sztuka zarządzania finansami*, cz. 1 i cz. 2, OPO, Bydgoszcz 2001.

CORRELATION BETWEEN PROFIT SHARE AND CASH FLOW IN STABLE DEVELOPMENT OF AGRIBUSINESS COMPANIES

Summary

The research involved public companies operating in farm and food industry listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2001-2004. The research hypothesis about low extent of cash disbursements from profits in cash flow statement was positively confirmed. It was concluded that the majority of agribusiness enterprises were taking decisions to reinvest profits. In one third of companies cash was disbursed as dividends, bonuses, and perks for employees. These companies were characterized by better than average profitability ratios and higher levels of liquidity.