

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

291

Rachunkowość a controlling

Redaktorzy naukowi

Edward Nowak

Maria Nieplowicz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Adam Dębski
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
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 2013

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-389-2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana
Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Małgorzata Białas , Wpływ rozbieżności między wynikiem liczonym metodą memoriałową i kasową na wycenę rynkową przedsiębiorstw.....	13
Adam Bujak , Pomiar efektywności systemu rachunkowości przedsiębiorstwa w oparciu o wskaźniki wykorzystania zasobów.....	23
Halina Buk , Koszty kalkulowane w taryfie energii elektrycznej.....	33
Andrzej Bytniewski , Podsystem CRM jako instrument rachunkowości zarządczej i controllingu.....	43
Michał Chalastra , Rachunek zysków i strat a wymogi zarządzania strategicznego.....	54
Halina Chłodnicka, Grzegorz Zimon , Wpływ kosztów upadłości na rentowność podmiotu gospodarczego	66
Marlena Ciechan-Kujawa , Koncepcja pomiaru odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw w sferze personalnej	82
Ksenia Czubakowska , Planowanie i kontrola w controllingu.....	94
Marcin Czyczerski , Wpływ funkcji personalnej na efektywność controllingu	106
Michał Dyk , Prognozowanie przychodów i kosztów według Boxa-Jenkinsa	115
Wiktor Gabrusewicz , Atrybuty współczesnego rachunku kosztów	125
Stanisław Gędek , Instrumenty wspomagające decyzje krótkookresowe w gospodarstwie rolnym	135
Robert Golej , Selekcja projektów nowych produktów w controllingu innowacji.....	147
Bartosz Góralski , Wycena marki metodą Brand-driven Earnings.....	160
Beata Iwasieczko , Wartość organizacji gospodarczej a efektywność IT a Cloud computing.....	169
Elżbieta Janczyk-Strzała , Perspektywy, bariery i możliwości rozwoju controllingu w uczelniach niepublicznych w świetle wyników badań.....	178
Krzysztof Piotr Jasiński , Wdrażanie controllingu ds. zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie branży motoryzacyjnej.....	188
Magdalena Jaworzyńska , Wykorzystanie controllingu w praktyce zakładów opieki zdrowotnej.....	198
Marcin Jędrzejczyk , Rola produktywności pracy w planowaniu i controllingu działalności przedsiębiorstwa produkcyjnego	208
Angelika Kaczmarczyk , Zarządzanie kosztami w aspekcie wyceny bilansowej	219
Ilona Kędzierska-Bujak , Zbilansowana karta wyników a kompleksowa karta wyników i zarządzanie przez otwarte księgi – wybrane zagadnienia	227

Marcin Klinowski , Biuro wsparcia projektów jako nowy wymiar rachunkowości zarządczej	238
Marta Kołodziej-Hajdo , Koszty logistyki w procesie zarządzania przedsiębiorstwem	246
Ewelina Agnieszka Koltun, Anetta Kadej , Zastosowanie wskaźnika proporcji przy podatku naliczonym w spółdzielni mieszkaniowej	255
Robert Kowalak , Controlling w zakładzie gospodarowania odpadami	265
Mieczysław Kowerski , Dywidenda a wynik finansowy w ostatnim roku obrotowym	278
Wojciech Dawid Krzeszowski , Opodatkowanie wniesienia aportu lub sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa	289
Jarosław Kujawski , Problemy językowe w Earned Value Management	298
Justyna Kulikowska , Controlling jakości jako instrument zarządzania przedsiębiorstwem	308
Paweł Kuźdowicz, Dorota Kuźdowicz , Integracja rachunkowości finansowej i zarządczej w systemie ERP	319
Mirosława Kwiecień , Paradygmaty współczesnej rachunkowości a controlling	331
Zbigniew Leszczyński , Narzędzia rachunkowości zarządczej w zintegrowanym programie redukcji kosztów w przedsiębiorstwie produkcyjnym	341
Grzegorz Lew, Paulina Wojtowicz-Maryjka , Optymalizacja kosztów działalności w grupach zakupowych	353
Paweł Malinowski, Małgorzata Kutylowska , Benchmarking jako nowoczesne narzędzie zarządzania w sektorze wodociągów i kanalizacji – Polska na tle innych krajów europejskich	364
Bożena Nadolna , Problemy walidacji badań jakościowych w rachunkowości zarządczej	380
Bartłomiej Nita , Stopa wzrostu przedsiębiorstwa w kontekście planowania finansowego	393
Michał Pietrzak , Potrzeba kontroli zarządczej w publicznych szkołach wyższych	404
Katarzyna Piotrowska , Rola rachunkowości w dostarczaniu informacji o procesach innowacyjnych zarządzającemu	415
Michał Poszwa , Koszty w rachunku wyniku podatkowego	425
Krzysztof Prymon , Praktyczne problemy ujmowania kosztów i przychodów z działalności rolniczej w aspekcie wprowadzenia podatku dochodowego w rolnictwie. Wyniki badań	435
Jolanta Rubik , Wybrane elementy controllingu w PKP SA	446
Paweł Rumniak , Jeden raport	457
Dariusz Ryszard Rutowicz , Strategia, model biznesowy i rachunkowość zarządcza jako komplementarne narzędzia identyfikujące źródła wartości przedsiębiorstwa	469

Marzena Rydzewska-Włodarczyk , Teoretyczne aspekty pomiaru wartości publicznej jednostek samorządu terytorialnego	481
Radosław Ryńca , Czynniki mające wpływ na ocenę projektów badawczych realizowanych w uczelni przez instytucje finansujące projekty oraz podmioty współpracujące z szkołą wyższą	494
Aleksandra Sulik-Górecka , Systemy wczesnego ostrzegania w controllingu strategicznym	503
Alfred Szydelko , Rola księgowego w controllingu przedsiębiorstwa	512
Łukasz Szydelko , Rachunkowość w przedsiębiorstwie zorientowanym procesowo – wybrane zagadnienia	522
Magdalena Szydelko , Benchmarking jako narzędzie wspomagające controlling w obszarze logistyki	531
Joanna Świerk , Wykorzystanie strategicznej karty wyników w procesie implementacji strategii uczelni wyższej na przykładzie UMCS	541
Adam Węgrzyn , Wieloletni model regulacji jako narzędzie zarządzania wartością przedsiębiorstwa na przykładzie operatorów systemu dystrybucyjnego gazu	552
Marcin Wierziński , Zasady analizy kosztów łańcucha wartości	564

Summaries

Małgorzata Białas , The effect of divergence between results calculated on an accrual basis and cash basis for market valuation of companies	22
Adam Bujak , The efficiency measurement of the enterprise's accounting system based on the resource-use indicators	32
Halina Buk , Calculated costs in the tariff of electric energy	42
Andrzej Bytniewski , CRM subsystem as an instrument of management accounting and controlling	53
Michał Chalastra , Profit and loss account and the requirements of strategic management	65
Halina Chłodnicka, Grzegorz Zimon , The impact of bankruptcy costs on profitability of an economic entity	81
Marlena Ciechan-Kujawa , The concept of measuring corporate social responsibility in the area of human resources	93
Ksenia Czubakowska , Planning and control in controlling	105
Marcin Czyczerski , The impact of HR function on the efficiency of controlling	114
Michał Dyk , Forecasting of incomes and costs with the method of Box-Jenkins	124
Wiktor Gabrusewicz , The attributes of modern cost accounting	134
Stanisław Gędek , Instruments supporting short time farms decisions	146

Robert Golej , Projects selection of new products in innovation controlling ..	159
Bartosz Góralski , Brand-driven Earnings method in trademark valuation ...	168
Beata Iwasieczko , Value Based Management versus effectiveness of Information Technology (IT) versus Cloud Computing.....	177
Elżbieta Janczyk-Strzała , Perspectives, barriers and opportunities for controlling in non-public Higher Education Institutions (HEIs) in view of the research results	187
Krzysztof Piotr Jasiński , Implementation of controlling for risk management in the company of the automotive industry	197
Magdalena Jaworzyńska , The use of controlling in health care units.....	207
Marcin Jędrzejczyk , Wage productivity in budgeting and controlling of the manufacturing company.....	218
Angelika Kaczmarczyk , Costs management in terms of balance sheet valuation	226
Iłona Kędzierska-Bujak , Balanced Scorecard versus Total Performance Scorecard and Open Book Management – selected issues.....	237
Marcin Klinowski , Project Support Office as a new dimension of management accounting.....	245
Marta Kołodziej-Hajdo , Logistics costs in the process of business management.....	254
Ewelina Agnieszka Kołtun, Anetta Kadej , The application of tax ratio accrued in the housing cooperative	264
Robert Kowalak , Controlling for the waste disposal plants	277
Mieczysław Kowerski , Dividend and the earnings in the last fiscal year	288
Wojciech Dawid Krzeszowski , Taxation of a contribution in kind or of the sales of an organized part of an enterprise.....	297
Jarosław Kujawski , Linguistic problems in Earned Value Management.....	307
Justyna Kulikowska , Quality controlling as an instrument in the company management.....	318
Paweł Kuźdowicz, Dorota Kuźdowicz , Integration of financial and managerial accounting in an ERP system.....	330
Mirosława Kwiecień , The paradigms of contemporary accounting vs. controlling	340
Zbigniew Leszczyński , Managerial accounting tools in integrated cost reduction program in production company	352
Grzegorz Lew, Paulina Wojtowicz-Maryjka , Cost optimization in purchasing groups.....	363
Paweł Malinowski, Małgorzata Kutyłowska , Benchmarking as a modern management instrument in water and sewage companies – Poland in comparison to European countries.....	379
Bożena Nadolna , Problems of validation of qualitative research in management accounting.....	392

Bartłomiej Nita , Corporate growth rate in the context of financial planning	403
Michał Pietrzak , The need of managerial control in public universities	414
Katarzyna Piotrowska , The role of accounting in providing a manager with information about innovation processes.....	424
Michał Poszwa , Costs in the tax result statement	434
Krzysztof Prymon , Practical aspects of presenting of costs and incomes concerned with agricultural activities in the context of income tax in agriculture. Research results	445
Jolanta Rubik , Chosen elements of controlling in PKP S.A.	456
Paweł Rumniak , One report.....	468
Dariusz Ryszard Rutowicz , Strategy, business model and management accounting as a set of complementary tools used for identifying sources of enterprise value.....	480
Marzena Rydzewska-Włodarczyk , Theoretical aspects of measuring public value of local government units.....	493
Radosław Ryńca , Factors affecting the evaluation of research projects at the university by funding agencies and entities cooperating with the institution of higher education	502
Aleksandra Sulik-Górecka , Early warning systems in strategic controlling	511
Alfred Szydelko , The role of an accountant in company controlling	521
Łukasz Szydelko , Accounting in process-oriented company – selected issues.....	530
Magdalena Szydelko , Benchmarking as a tool for supporting of controlling in the logistics area	540
Joanna Świerk , Using the Balanced Scorecard to implement the strategy of university on the example of UMCS	551
Adam Węgrzyn , The long term model of regulation as the tool in enterprise value management on the base of example of gas transmission operators	563
Marcin Wierzbiński , The rules of value chain cost analysis	577

Mieczysław Kowerski

Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu

DYWIDENDA A WYNIK FINANSOWY W OSTATNIM ROKU OBROTOWYM

Streszczenie: Wielkość wypłacanej w danym roku dywidendy zależy nie tylko od wyniku finansowego w ostatnim roku obrotowym, ale również od wyników finansowych spółki i dysponowania zyskami w latach poprzednich. Na podstawie danych o wypłatach dywidend w okresie funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pokazano, że coraz więcej spółek, wypłacając dywidendy poza zyskami za ostatni rok obrotowy, sięga po środki zgromadzone na kapitałach zapasowym lub (i) po niepodzielone zyski z lat ubiegłych, a także tworzy rezerwy kapitały dywidendowe, które zwiększają możliwości właściwego realizowania długoterminowych strategii dywidendowych spółek.

Słowa kluczowe: polityka dywidend, zysk netto, niepodzielone zyski z lat ubiegłych, kapitały zapasowy i rezerwy, które mogły być przeznaczone na wypłatę dywidendy, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

1. Wstęp

Zgodnie z art. 348 § 1 Kodeksu spółek handlowych (DzU z 2000 r. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.) kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwotę należy pomniejszyć o niepokryte straty, wartość nabytych przez spółkę akcji własnych oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy oraz rezerwy.

Oznacza to, że wielkość dywidendy zależy nie tylko od wyniku finansowego w ostatnim roku obrotowym, ale również od wyników finansowych spółki i dysponowania zyskami w latach poprzednich. Zapis art. 348 § 1 k.s.h. z jednej strony zwiększa swobodę spółki co do wartości wypłacanej dywidendy, ale z drugiej wprowadza znaczne ograniczenia w możliwościach dysponowania zyskiem za ostatni rok obrotowy. Wysoki zysk w ostatnim roku obrotowym nie daje akcjonariuszom pewności otrzymania dużej (w relacji do tego zysku) dywidendy – nie daje pewności jakiegokolwiek dywidendy, z kolei strata nie zawsze oznacza brak możliwości otrzymania dywidendy.

W przypadku powiększenia dywidendy chodzi tylko o zysk przeniesiony (przepisany) z kapitału zapasowego i kapitałów rezerwowych, ale nie wszelkich, lecz tylko tych, które mogą być przeznaczone do podziału (dotyczy to wszystkich kapitałów sfinansowanych z zysku, niezależnie od tego, kiedy zostały utworzone [Kidyba 2013, s. 285]) oraz niepodzielone zyski z lat ubiegłych.

Na wypłatę dywidendy nie można więc przeznaczyć środków z funduszu powstałego z obniżenia kapitału zakładowego (art. 457 § 2 k.s.h.), a także z wszelkich funduszy fakultatywnych tworzonych na podstawie statutu lub uchwały walnego zgromadzenia, o ile wyraźnie określonym celem ich utworzenia nie jest wypłata dywidendy. Z kolei gdy chodzi o pomniejszenie dywidendy, należy wziąć pod uwagę poniesione straty, które nie zostały jeszcze pokryte z jakichkolwiek kapitałów (zapasowego, rezerwowych, zysków lat następnych). Jeżeli w ostatnim roku obrotowym wystąpił zysk, a spółka wykazała straty z poprzednich lat, które nie zostały pokryte z kapitału zapasowego lub rezerwowego, walne zgromadzenie może przeznaczyć do podziału zysk pozostały po pokryciu tej straty [Kidyba 2013, s. 291-292].

Niedopuszczalne jest natomiast wypłacenie dywidendy w oderwaniu od wyników finansowych spółki.

W pracy przeanalizowano relacje pomiędzy wynikiem finansowym uzyskiwanym w ostatnim roku przez spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie od początku jej funkcjonowania a dywidendami gotówkowymi, jakie te spółki wypłacały.

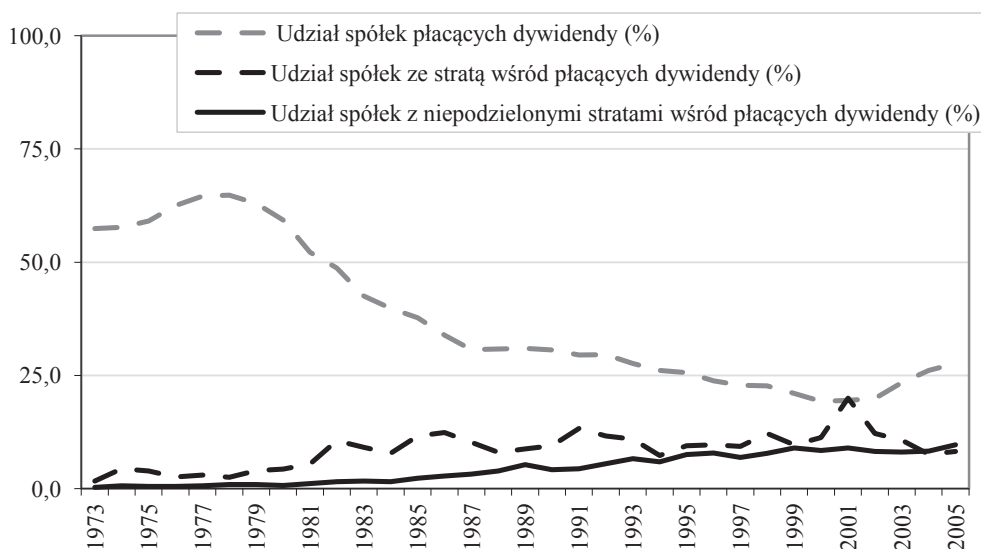
2. Relacja pomiędzy wartością dywidendy a wynikiem finansowym w ostatnim roku obrotowym na rozwiniętych rynkach kapitałowych

Wyjaśnienie zachowań spółek, polegających na odchodzeniu od ścisłego wiązania wielkości wypłat z wynikiem finansowym za ostatni rok obrotowy, można znaleźć w sformułowanej jeszcze w 1956 roku przez Johna Lintnera hipotezie o lepkości polityki dywidend (*dividend policy is sticky*) [Lintner 1956, s. 99].

John Lintner przeprowadził bardzo szczegółowe wywiady z zarządami wybranych w sposób celowy 28 spółek (od 2 do 5 członków zarządów, w tym prezes, wiceprezes odpowiedzialny za finanse, skarbnik, audytor, dyrektorzy). Dla tych spółek zebrał dane finansowe z lat 1947-1953 (196 obserwacji). Z przeprowadzonych przez Lintnera wywiadów wynikało, iż zdaniem członków zarządów dywidendy mają bardzo duże znaczenie dla akcjonariuszy, przy czym akcjonariuszom chodzi nie tyle o poziom wypłacanych dywidend, ile o rozsądną, stabilną ich stopę. Przekonanie o tym, że „rynek premiuje” stabilną stopę dywidendy, jest na tyle silne, że zarządzający bardzo niechętnie podejmują decyzje o zwiększaniu stóp dywidend, które mogłyby być w przyszłości zmniejszane, ale również bardzo niechętnie zmniejszają stopy dy-

widend¹. A to z kolei powoduje, że zarządy w danym roku zmieniają dywidendy, tylko częściowo uwzględniając zmiany uzyskanych wyników finansowych w ostatnim roku obrotowym. Dalsze częściowe zmiany dywidend przeprowadzają w kolejnych latach – jeżeli sytuacja finansowa spółki w dalszym ciągu rozwija się we wcześniej przewidywanym kierunku. Ta polityka „częściowych dopasowań” (*partial adjustments*) prowadzi do stabilizacji wypłat dywidend i minimalizuje niekorzystne reakcje akcjonariuszy [Lintner 1956, s. 100].

Harry DeAngelo, Linda DeAngelo i Douglas J. Skinner, analizując politykę dywidend spółek notowanych na giełdach nowojorskich (NYSE, AMEX, NASDAQ) w latach 1973-2005, zwracają uwagę na znaczny wzrost udziałów spółek notujących straty w ostatnim roku obrotowym i niepodzielone straty z lat ubiegłych wśród spółek płacących dywidendy [DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008, s. 130].



Rys. 1. Zmiany udziałów spółek notujących straty w ostatnim roku obrotowym i niepodzielone straty z lat ubiegłych wśród spółek płacących dywidendy na giełdach nowojorskich (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008, s. 130].

Udział spółek płacących dywidendy pomimo zanotowanych strat w ostatnim roku obrotowym w ogólnej liczbie spółek płacących dywidendy wzrastał z 1,7% w 1973 roku do 13,3% w 1991 roku, potem nastąpiło nieznaczne zmniejszenie tego udziału (poniżej 10% w latach 1994-1997), ale w 2001 roku wzrósł aż do 20% – co piąta spółka wypłacająca w tym roku dywidendę zanotowała stratę w ostatnim roku obrotowym, w latach 2004-2005 udział ten ponownie spadł poniżej

¹ Niekiedy „broniąc” dotychczasowych stóp, wypłacają dywidendy, mimo że spółka notuje stratę [DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008, s. 130].

9%. Przy czym widać tutaj wyraźną odwrotną zależność pomiędzy udziałem spółek płacących pomimo strat a tempem wzrostu gospodarczego. Najlepszymi tego przykładami są recesja 1991 roku (tempo wzrostu PKB $-0,2\%$) oraz spowolnienie gospodarcze (tempo $1,1\%$) związane z „pęknięciem internetowej bańki spekulacyjnej” w 2001 roku. Na zależność pomiędzy zmianami udziałów spółek wypłacających dywidendy a tempem wzrostu PKB wskazują oszacowane modele liniowe²

$$UdzStrat\hat{a}_t = 5,229 - 0,454TempoPKB_t + 0,28t$$

$$p: \quad /0,0003/ \quad /0,0334/ \quad /0,0004/, \quad \bar{R}^2=0,4985$$

$$UdzStrat\hat{a}_t = 4,178 - 0,477TempoPKB_t + 0,705UdzStrata_{t-1}$$

$$p: \quad /0,0052/ \quad /0,0143/ \quad /<0,0001/, \quad \bar{R}^2=0,5340$$

W analizowanym okresie udział spółek wypłacających dywidendy pomimo straty w ostatnim roku obrotowym wzrastał przy spełnieniu zasady *ceteris paribus* średniorocznie o 0,28 punktu procentowego. Niższe o 1 punkt procentowy tempo wzrostu PKB to w zależności od modelu większy od 0,45 do 0,48 punktu procentowego udział płacących dywidendy pomimo straty. Warto również zwrócić uwagę na silną autoregresję oszacowanego modelu, co oznacza, że spółki „coraz odważniej” wypłacają dywidendy pomimo niekorzystnych wyników finansowych.

Może to świadczyć o tym, iż spółki notowane na giełdach nowojorskich, pomimo pogorszenia swojej sytuacji finansowej starają się „bronić” własnych strategii dywidendowych utrzymując na niezmiennych poziomach stopy dywidend.

Jeszcze wyraźniejszy był wzrost udziału spółek wypłacających dywidendy pomimo niepodzielonych strat z lat ubiegłych. O ile w 1973 roku udział ten wyniósł 0,3%, to po niemal nieprzerwanym wzroście w 2005 roku osiągnął poziom 9,7%.

3. Spółki płacące dywidendy wyższe niż wynik finansowy w ostatnim roku obrotowym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Analizą objęto wszystkie spółki płacące dywidendy gotówkowe w latach 1992-2012. Podstawowym źródłem danych były publikowane przez spółki uchwały walnych zgromadzeń akcjonariuszy w sprawie podziału zysku i wypłaty dywidendy (http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/symbol_lookup.html) oraz dane pochodzące z bazy Notorii (<http://ir.notoria.pl>). W analizowanym okresie spółki noto-

² W związku z tym, że zmienna objaśniana jest ułamkiem, właściwsze byłyby modele logitowe [Jajuga 1990], ale ze względu na łatwość interpretacji zdecydowano się zaprezentować modele liniowe. Oszacowane modele logitowe, których tutaj nie prezentujemy ze względu na ograniczoną objętość pracy, posiadają takie same znaki istotnych statystyczne parametrów jak w modelach liniowych i charakteryzują się wyższym poziomem dopasowania.

wane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wypłaciły 1282 dywidendy gotówkowe.

Tabela 1. Spółki płacące dywidendy o wartościach przekraczających wynik finansowy z ostatniego roku obrotowego

Rok wypłaty dywidendy	Liczba wszystkich spółek płacących dywidendy	Liczba spółek płacących dywidendy o wartościach przekraczających wynik finansowy z ostatniego roku obrotowego	Spółki o ujemnym wyniku finansowym	Spółki wg relacji wypłaconej dywidendy do zysku netto w ostatnim roku obrotowym (%)						Odsetek spółek płacących dywidendy o wartościach przekraczających wynik z ostatniego roku obrotowego (%)
				<100,0; 125,0)	<125; 150)	<150; 200)	<200; 500)	<500; 1000)	powyżej 1000	
1992	6	1	0	1	0	0	0	0	0	16,7
1993	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
1994	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
1995	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
1996	37	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
1997	39	1	0	1	0	0	0	0	0	2,6
1998	58	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
1999	67	1	0	0	0	1	0	0	0	1,5
2000	62	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0
2001	54	2	0	0	1	1	0	0	0	3,7
2002	40	1	0	0	0	0	1	0	0	2,5
2003	48	3	0	1	1	0	1	0	0	6,3
2004	56	2	0	1	0	1	0	0	0	3,6
2005	75	4	0	2	0	0	2	0	0	5,3
2006	84	10	0	4	2	1	3	0	0	11,9
2007	81	8	2	3	0	2	1	0	0	9,9
2008	95	5	0	1	2	1	1	0	0	5,3
2009	89	8	2	1	0	0	4	1	0	9,0
2010	89	7	0	1	3	2	0	0	1	7,9
2011	117	22	1	6	6	4	2	1	2	18,8
2012	136	23	4	9	4	2	1	2	1	16,9
1992-2012	1282	98	9	31	19	15	16	4	4	7,6
2001-2012	964	95	9	29	19	14	16	4	4	9,9
2006-2012	691	83	9	25	17	12	12	4	4	12,0

Źródło: obliczenia własne.

W latach 1992-2012 dokonano 98 wypłat dywidend, których wartość przekroczyła wynik finansowy z ostatniego roku obrotowego. Oznacza to, że co 13 wypłacona dywidenda była wyższa niż wynik finansowy. Liczba takich wypłat wzrasta jednak znacząco dopiero w ostatnich latach. Do 2000 roku były zaledwie dwie, natomiast w latach 2011-2012 udział płacących wyższe niż wynik finansowy dywidendy wyniósł 17,8% (co 6 wypłata). Jednak wypłat dywidend pomimo straty było zaledwie 9, co stanowi 0,7% wszystkich wypłat, a więc dwa razy mniej niż na giełdach nowojorskich w 1973 roku.

Tabela 2. Spółki płacące dywidendy pomimo ujemnego wyniku finansowego w ostatnim roku obrotowym

Rok wypłaty dywidendy	Spółka
2007	AGORA
2007	SYGNITY
2009	DECORA
2009	PEKAES
2011	PEKAES
2012	CELTIC
2012	DROP
2012	SYNTHOS
2012	ZELMER

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na małą liczbę wypłat dywidend pomimo straty trudno o uogólnienia, chociaż niewątpliwie w większości przypadków chodziło o realizację przyjętych w strategiach dywidendowych celów. Pierwsze dwie tego typu wypłaty miały miejsce w 2007 roku³. Dla przykładu spółka DECORA, która od wejścia na giełdę przez trzy lata wypłacała coraz większe dywidendy na akcję (0,20 zł w 2006, 0,28 zł w 2007, 0,30 zł w 2009), pomimo niewielkiej straty również w 2009 zł zaproponowała 0,30 zł na akcję, wykorzystując w tym celu kapitał zapasowy. Podobnie wygląda sytuacja spółki DROP. Jednakże w kilku przypadkach decyzje mogą się wydawać nieco zaskakujące. PEKAES – jedyna dotychczas spółka, która dwukrotnie wypłacała dywidendy pomimo straty – w obu przypadkach podjął uchwałę o pokryciu straty z zysków przyszłych okresów, przy czym aby zgromadzić środki na wypłatę w 2009 roku, firma musiała podjąć uchwałę o obniżeniu kapitałów przeznaczonych

³ Należy stwierdzić, że w oficjalnych dokumentach spółek (uchwały walnych zgromadzeń, sprawozdania, raporty bieżące) trudno znaleźć uzasadnienia tego typu decyzji. Niekiedy pojawiają się informacje prasowe z przebiegu posiedzeń walnych zgromadzeń, w których autorzy podają, jak członkowie zarządów wyjaśniali przedkładane akcjonariuszom propozycje wypłat dywidend. Przykładem może być spółka AGORA SA, która w ujęciu jednostkowym w 2006 roku miała 10 mln zł straty netto wobec 135 mln zł zysku netto rok wcześniej. Prezes Agory Wanda Rapaczyńska powiedziała, że „zarząd postanowił mimo to rekomendować wypłatę dywidendy, bo na poziomie grupy AGORA miała zysk, ponadto dysponuje wystarczającymi rezerwami, żeby realizować swoją strategię wzrostu”.

na nabycie akcji własnych. Ciekawe było również postępowanie spółki CELTIC, której zarząd 23.11.2011 roku podjął uchwałę o wypłacie zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy z zysku za rok obrotowy 2011 w kwocie 3,4 mln zł. Zarząd poinformował, że spółka posiada wystarczające środki na wypłatę tak ustalonej zaliczki i że jej wypłata jest zgodna z art. 349 § 2 k.s.h. (spółka wykazała zysk za poprzedni rok obrotowy w wysokości 23,6 mln zł, a więc zaliczka była mniejsza niż połowa zysku z poprzedniego roku, dodatkowo w pierwszym półroczu 2011 roku spółka osiągnęła zysk w wysokości 11,6 mln zł, a na wypłatę zaliczki zgodę wyraziła rada nadzorcza)⁴. Sporządzony w maju 2012 roku rachunek wyników za rok obrotowy 2011 wykazał stratę netto w wysokości 276,8 mln zł, która okazała się wyższa niż suma kapitału zapasowego i rezerwowego oraz jedna trzecia kapitału zakładowego, co wymagało od spółki podjęcia uchwały o jej dalszym istnieniu – uchwała była pozytywna, a spółka podjęła uchwałę, że stratę w wysokości 252,6 mln zł pokryje z przyszłych zysków (Uchwały Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia CELTIC SA z siedzibą w Warszawie z dnia 24 maja 2012 roku)⁵.

Wśród wypłat przekraczających zysk netto z ostatniego roku obrotowego w 34,8% przypadków nadwyżka wypłaty ponad zysk netto jest mniejsza niż 25%, kolejnych 21,3% wypłat przewyższa zysk netto od 25% do 50%, ale 4 wypłaty były ponad 10-krotnie większe niż zysk netto w ostatnim roku obrotowym.

18 spółek dokonało wypłat dywidend wyższych niż zysk netto w ostatnim roku obrotowym więcej niż jeden raz. Najczęściej, bo aż 8 razy, takie dywidendy wypłacał ŻYWIEC. Wśród spółek częściej niż raz wypłacających dywidendy powyżej zysku jest 6 spółek, które weszły na giełdę w latach dziewięćdziesiątych, a więc są to spółki dojrzałe, które miały czas, aby utworzyć kapitały zapasowy i rezerwy z przeznaczeniem na przyszłe dywidendy. Ale jest też duża grupa spółek bardzo młodych w sensie stażu giełdowego, które zapewne tworzyły kapitały zapasowy i rezerwy bądź nie dzieliły zysków przed wejściem na giełdę. Spółki te w ten sposób spełniają wobec akcjonariuszy zapowiedziane w prospektach emisyjnych „obietnice”. Natomiast poza BUDIMEXEM i NOVITĄ pozostałe spółki wypłacające dywidendy przewyższające zyski za ostatni rok obrotowy częściej niż raz charakteryzują się wysoką skłonnością do płacenia dywidend. Średni wskaźnik skłonności do płacenia dywidend⁶ przez spółki dokonujące wypłat wyższych niż zysk jest ponad dwukrotnie wyższy niż wszystkich spółek notowanych na GPW. Oznacza to, że spółki

⁴ Raport bieżący nr 24/2011 [http://www.bankier.pl/wiadomosc/CELTIC-PROPERTY-DEVELOPMENTS-S-A-Wypłata-zaliczki-na-poczet-przewidywanej-dywidendy-z-zysku-za-rok-obrotowy-2011-2443157.html](http://www.bankier.pl/wiadomosc/CELTIC-PROPERTY-DEVELOPMENTS-S-A-Wypлата-zaliczki-na-poczet-przewidywanej-dywidendy-z-zysku-za-rok-obrotowy-2011-2443157.html) (data pobrania 4.04.2013).

⁵ Autor nie ocenia decyzji spółek, lecz jedynie podaje fakty, które jego zdaniem mogą być nieco zaskakujące, a na pewno bardzo ciekawe.

⁶ Wskaźnik skłonności do płacenia dywidend oblicza się jako iloraz liczby zrealizowanych wypłat i liczby możliwych wypłat przemnożony przez 100%. Liczba możliwych wypłat to liczba lat notowań spółki, począwszy od następnego roku do wejścia na giełdę. W przypadku gdy spółka wypłaciła dywidendę w roku wejścia na giełdę, również ten roku wliczano do liczby możliwych wypłat [Kowarski 2011, s. 111].

dokonujące dużych wypłat mają zazwyczaj strategie dywidendowe ukierunkowane na częste i szczodre dzielenie się zyskami z akcjonariuszami.

Tabela 3. Spółki, które w latach 1992-2012 najczęściej wypłacały dywidendy przewyższające zysk netto z ostatniego roku obrotowego

Lp.	Spółka	Rok wejścia na giełdę	Liczba wypłat dywidend przewyższających zysk netto z ostatniego roku obrotowego	Lata, w których dywidendy przewyższały zysk netto z ostatniego roku obrotowego	Liczba możliwych wypłat dywidend	Liczba wypłaconych dywidend	Wskaźnik skłonności do płacenia dywidend (%)
1	ŻYWIEC	1991	8	2003-2007, 2010-2012	21	20	95,2
2	TPSA	1998	6	2006-2009, 2011-2012	14	12	85,7
3	ŚWIECIE	1997	5	2001, 2003-2004, 2006-2007	15	10	66,7
4	BUDIMEX	1995	3	2009-2011	17	4	23,5
5	ELEKTROTIM	2007	3	2010-2012	5	5	100,0
6	EMPERIA	2002	3	2006-2007, 2009	10	9	90,0
7	ARMATURA	2007	2	2011-2012	5	2	40,0
8	ASSECOBS	2007	2	2010, 2012	5	4	80,0
9	ATMGRUPA	2004	2	2011-2012	9	9	100,0
10	IDEA TFI	2011	2	2011-2012	2	2	100,0
11	IMPEL	2003	2	2010-2011	9	7	77,8
12	KOFOLA	2003	2	2010, 2012	9	7	77,8
13	LENTEX	1997	2	2003, 2009	15	8	53,3
14	NOVITA	1994	2	2011-2012	18	5	27,8
15	PROCAD	2007	2	2009, 2011	5	3	60,0
16	RANK PROGRESS	2010	2	2011-2012	2	2	100,0
17	TERESA	2007	2	2010-2011	5	4	80,0
18	ZELMER	2005	2	2006, 2011	7	6	85,7
Razem			52		173	119	68,8

Źródło: obliczenia własne.

4. Źródła finansowania dywidend przez spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

W latach 2008-2012 dywidendy przewyższające wyniki finansowe w ostatnim roku obrotowym wypłaciło 65 spółek, a więc musiały one sięgnąć do niepodzielonych zysków z lat ubiegłych lub (i) kapitałów zapasowego i rezerwowego, które mogły być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Ale do tych dodatkowych źródeł finansowania dywidend sięgnęło w tym czasie 16 innych spółek, których zyski netto za ostatni rok obrotowy były wyższe niż wypłacone dywidendy. Powodów, dla których tak się działo, było kilka (konieczność pokrycia z zysku ostatniego roku obrotowego strat z lat ubiegłych, konieczność przeznaczenia zgodnie z art. 396 § 1 k.s.h. części zysku za ostatni rok obrotowy na kapitał zapasowy czy też wypłata wynagrodzeń dla akcjonariuszy założycieli z zysku za ostatni rok obrotowy), ale podstawowym powodem wydaje się potrzeba „uelastycznienia” możliwości dysponowania środkami na wypłatę dywidend w dłuższym czasie, co zostało niżej przedstawione na przykładzie spółki ŻYWIEC.

Tabela 4. Źródła finansowania dywidend na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008-2012

Rok wypłaty dywidendy	Liczba spółek wypłacających dywidendy	Udział spółek płacących dywidendy nie tylko z zysku za ostatni rok obrotowy (%)	Dywidenda (ceny bieżące) mln zł	Źródła finansowania dywidendy (%)		
				z zysku za ostatni rok obrotowy	z kapitału zapasowego utworzonego z zysków lat ubiegłych	z kapitału rezerwowego, zysków niepodzielonych i zatrzymanych
2008	95	8,4	11 484,3	80,2	10,8	9,1
2009	89	13,5	7 503,6	77,7	21,6	0,7
2010	89	11,2	11 185,3	96,7	0,6	2,7
2011	117	22,2	18 433,8	91,1	6,8	2,1
2012	136	18,5	22 474,1	95,7	3,7	0,6

Źródło: obliczenia własne.

Liczba i udział w ogólnej liczbie spółek płacących dywidendy podmiotów, które płacą dywidendę nie tylko z zysku za ostatni rok obrotowy, szybko rośnie w ostatnich latach. W 2011 roku stanowiły one 22,2%, a w 2012 roku 18,4% wszystkich spółek płacących dywidendy. Oczywiście nadal podstawowym źródłem dywidend jest zysk netto za ostatni rok obrotowy. Sięgający 20% udział innych niż zysk netto źródeł finansowania dywidend w latach 2008-2009 wynikał z bardzo dużych wypłat z kapitału zapasowego przez TPSA (1228,5 mln zł w 2008 roku i 1493,5 mln zł w 2009 roku) i z kapitału rezerwowego przez PEKAO w 2008 roku (1032,4 mln zł). W latach 2010-2012 udział innych niż zysk netto źródeł finansowania dywidend nie przekraczał 10%.

Tablica 5. Sposób finansowania dywidend przez spółkę ŻYWIEC

Rok wypłaty dywidendy	Zysk netto w ostatnim roku obrachunkowym	Dywidenda			Przeznaczenie pozostałego zysku netto roku poprzedniego		
		ogółem	z zysku netto ostatniego roku obrotowego	z kapitału rezerwowego (dywidendowego)	ogółem	na kapitał rezerwowy (dywidendowy)	na kapitał zapasowy
2000	124,0	16,0	16,0	–	108,0	–	108,0
2001	35,3	18,5	18,5	–	16,9	–	16,9
2002	10,5	–	–	–	–	–	–
2003	72,0	226,7	–	226,7	72,0	72,0	–
2004	204,1	226,6	112,3	114,3	91,8	91,8	–
2005	277,5	340,1	248,2	91,8	29,3	29,3	–
2006	324,2	340,1	310,8	29,3	13,5	13,5	–
2007	322,4	333,0	319,6	13,5	2,8	2,8	–
2008	392,0	386,1	383,3	2,8	8,7	8,7	–
2009	381,0	205,4	196,7	8,7	184,4	184,4	–
2010	349,7	493,0	221,6	271,4	128,1	128,1	–
2011	371,4	667,6	299,0	368,7	72,4	72,4	–
2012	296,6	339,0	266,5	72,4	30,1	30,1	–
2013	337,5	318,4	288,4	30,1	49,1	49,1	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwał zwyczajnych walnych zgromadzeń akcjonariuszy spółki ŻYWIEC.

Spółka Żywiec jest przykładem prowadzenia stabilnej i długoterminowej polityki systematycznego wypłacania akcjonariuszom znaczących dywidend. Notowana od 1991 roku spółka tylko raz nie wypłaciła dywidendy (w 2002 roku). Biorąc pod uwagę uchwałę nr 3 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Grupy Żywiec Spółki Akcyjnej z dnia 5 kwietnia 2013 roku o wypłacie dywidendy za 2012 roku, wskaźnik skłonności do płacenia dywidend w latach 1992-2013 wyniósł 95,5%. Aby zapewnić systematyczne wypłaty dywidend, spółka utworzyła rezerwowy kapitał dywidendowy, którego środki mogą być wykorzystane, gdy zysk netto będzie niewystarczający do realizacji przyjętej strategii dywidendowej. Takie działania podejmuje coraz więcej spółek notowanych na GPW w Warszawie.

5. Podsumowanie

Teoria dywidend oparta na cyklu życia spółki mówi, że spółka zaczyna płacić dywidendę, kiedy przechodzi z fazy wysokiego tempa wzrostu w fazę niskiego tempa wzrostu, czyli z fazy niedojrzałości w fazę dojrzałości w cyklu życia [Damodaran 2007, s. 1021-1022]. Spółki we wczesnej fazie rozwoju rzadko płacą dywidendy w przeciwieństwie do spółek dojrzałych [Bulan, Subramanian 2009, s. 211]. Rozwój GPW w Warszawie sprawia, że coraz więcej notowanych spółek „dojrzewa” i przyj-

muje długookresowe strategie dywidendowe, których celem jest systematyczne płacenie akcjonariuszom dywidend o stabilnych stopach lub wartościach na akcję. To sprawia, że spółki poza zyskami za ostatni rok obrotowy coraz częściej sięgają po środki zgromadzone na kapitale zapasowym lub (i) po niepodzielone zyski z lat ubiegłych, a także tworzą rezerwowe kapitały dywidendowe, które zwiększają możliwości właściwego realizowania strategii dywidendowych.

Literatura

- Bulan L., Subramanian N. (2009): *The Firm Life Cycle Theory of Dividends*, [w:] H.K. Baker (red.), *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Hoboken, s. 201-213.
- Damodaran A. (2007): *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2008): *Corporate Payout Policy*, „Foundations and Trends in Finance”, vol. 3, no 2-3, s. 95-287.
- Jajuga K. (1990): *Modele z dyskretną zmienną objaśnianą*, [w:] S. Bartosiewicz (red.), *Estymacja modeli ekonometrycznych*, PWE, Warszawa, s. 218-259.
- Kidyba A. (2013): *Kodeks spółek handlowych. Komentarz Lex*, t. II, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Kowerski M. (2011): *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Wydawnictwo WSE w Krakowie, WSiIZ w Rzeszowie, WSZiA w Zamościu.
- Kufel T. (2011): *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- Lintner J. (1956): *Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „American Economic Review”, vol. 46, issue 2, s. 97-113.

DIVIDEND AND THE EARNINGS IN THE LAST FISCAL YEAR

Summary: Dividends value in a given year depends not only on the earnings in a last fiscal year, but also on the company's earnings and the disposal of net profits in previous years. Working on the basis of data concerning payout of dividends during the period of Warsaw Stock Exchange functioning, the paper shows that more and more companies paying dividends use not only net profits in the last fiscal year but also reserve capitals or (and) undistributed earnings of previous periods as well as creates reserve dividends capitals, which help to realize long-term dividends strategies.

Keywords: dividend policy, net profit, undistributed earnings of previous periods, reserve capital, Warsaw Stock Exchange.