

Justyna Franc-Dąbrowska

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

WYPŁATY PIENIĘŻNE Z ZYSKU A PŁYNNOŚĆ FINANSOWA W PRZEDSIĘBIORSTWACH AGROBIZNESU

1. Wstęp

Rozważania na temat gospodarowania zyskiem (w tym polityki dywidend) można podejmować z punktu widzenia różnych teorii struktury kapitału. Teoria substytucji dotyczy wyznaczenia takiej relacji długu do kapitału własnego, przy której wartość przedsiębiorstwa będzie maksymalizowana. Związane z kapitałem obcym ryzyko jest rekompensowane korzyściami podatkowymi związanymi z obsługą długu (tarcza podatkowa)¹. Teoria hierarchii określa priorytetowe źródła pozyskiwania kapitału, a nie optymalną relację dług/kapitał własny, zakłada ona, że:

- przedsiębiorcy preferują wewnętrzne źródła finansowania, będą więc dążyli do reinwestowania zysku [12; 11],
- jeżeli niezbędne jest wykorzystanie długu, najpierw emitowane są papiery dłużne [4].

Przeprowadzone w latach 80. i 90. badania potwierdzają teorię Donaldsona (opisaną w 1961 r.), że wewnętrzne źródła zdobywania środków finansowych stanowią ponad 50% wszystkich źródeł finansowania (np. 83% w USA, 71% w Japonii, 58% w Kanadzie, 54% we Francji) – czyli firmy reinwestują wypracowane zyski. Szacunki przeprowadzone w Polsce wskazują na 70-procentowy udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności [3; 4]. Przypuszcza się, że analogiczna sytuacja dotyczy przedsiębiorstw rolniczych, co częściowo (w zakresie struktury kapitału) potwierdziły badania przeprowadzone w latach 2001-2002 [6]. Większość przedsiębiorców unikała korzystania z kredytów bankowych. Nie badano

¹ Przedsiębiorstwa rolnicze są płatnikami podatku dochodowego, gdy przychody z działalności pozarolniczej przekraczają 40% przychodów ogółem.

jednak sposobu podziału wyniku finansowego, a nie zawsze brak kredytu oznacza zatrzymanie zysku netto w celu samofinansowania. Większość badań potwierdza teorię hierarchii² – przedsiębiorstwa wypracowujące wysokie zyski reinwestują je i zachowują stosunkowo niskie wskaźniki zadłużenia. Ograniczają więc podział zysku i wypłatę dywidendy [3; 4; 13; 11].

Wyniki badań naukowych nie są jednoznaczne i zgodne. Zagadnienie to ma wiele wspólnego z kwestią struktury kapitałowej: łatwo jest określić elementy kluczowe, ale współzależności między nimi są złożone i trudne do oceny. Dążenie do zwiększenia (lub utrzymania na dotychczasowym poziomie) udziału kapitału własnego w strukturze finansowania nie jest równoznaczne z koniecznością reinwestowania zysku. W warunkach doskonale konkurencyjnego rynku równoważną metodą jest emisja nowych akcji. W warunkach, gdy rynek kapitałowy nie jest doskonały (czyli w praktyce), oraz w przypadku przedsiębiorstw rolniczych najbardziej efektywną³ formą gromadzenia funduszy jest przypuszczalnie reinwestowanie zysku (stwierdzenie to można zakwestionować uwzględniając dostępność kredytów preferencyjnych w rolnictwie, jednak jeśli chodzi o kredyty inwestycyjne, to ich pula uległa obecnie zmniejszeniu i nie mogą być traktowane na równi z kapitałem własnym). Polityka dywidend wzbudza kontrowersje. Graham, Dodd i Cottle (za [13]) argumentują, że spółki powinny dzielić zysk i charakteryzować się wysokim wskaźnikiem wypłaty dywidendy, ponieważ zdyskontowana wartość bliskich dywidend jest wyższa niż wartość terażniejsza dywidend odległych, a z dwóch spółek o tej samej sile zarobkowej i takiej samej pozycji rynkowej spółka płacąca większą dywidendę zawsze będzie sprzedawana po wyższej cenie. To podejście preferują Czekał i Dresler [3], Duliniak [4], Adamczyk [1].

Przeprowadzone w Wielkiej Brytanii badania wskazują, że w ostatnich latach proporcje podziału zysku netto między dywidendy a zysk zatrzymany kształtowały się jak 15:85. Przedsiębiorstwa pilnują, aby stosunek wypłat dywidend do osiągniętych zysków cechowała stabilność w długich okresach [14]. W dobrze prosperujących przedsiębiorstwach wypłacane są stale dywidendy od kapitału zakładowego, ale również systematycznie tworzone rezerwy z zysku. Z tego powodu stosunek między kapitałem zakładowym a rezerwami ulega częstej zmianie, wskazując na wzrost stopnia samofinansowania – co powoduje szybsze zwiększenie rezerw kapitałowych niż kapitału zakładowego [17; 5]. Zysk do podziału konkuruje więc z rezerwami. Utworzenie rezerw związane jest bowiem ze zmniejszeniem wyniku finansowego lub wykorzystaniem niepodzielonych zysków z lat ubiegłych.

„Historia i dzień dzisiejszy znanych, dużych firm pokazuje, że czasami wartość wypłacanych dywidend przekracza wypracowany zysk” [18]. Przedsiębiorstwa

² Badania takie nie były przeprowadzone w przedsiębiorstwach rolniczych.

³ Nierozwiązany jednak pozostaje nadal problem istnienia i pomiaru kosztu kapitału własnego [6]. To założenie jest prawdziwe jedynie wtedy, gdy kapitał własny jest darmowy lub tańszy od kapitału obcego. Dodatkowo rozważenia wymaga sytuacja, gdy przedsiębiorstwo nie ma planów inwestycyjnych.

amerykańskie zaciągają w bankach kredyty, aby utrzymać politykę w zakresie dywidend – ich stały lub regularnie wzrastający poziom – jak np. General Motors w 1980 r. i 1981 r. [18]. Badania przeprowadzone w Polsce, obejmujące polskie publiczne spółki akcyjne, dowodzą, że częściej preferowały one tworzenie rezerw na zobowiązania niż na wypłatę dywidendy [Duraj 2005].

Wynik finansowy, który podlega podziałowi, to rezultat działalności podmiotu gospodarczego w określonym czasie. Może być wielkością dodatnią (zysk) lub ujemną (strata). Pozostaje on wciąż najważniejszą kategorią wynikową. Właściciele upatrują w nim źródła przyrostu swojego bogactwa bądź w postaci dywidend, bądź też wzrostu cen akcji, gdy następuje zasilenie kapitału własnego [18; 17; 5; 2; 9; 15], a pracownicy oczekują premii i nagród z zysku [6; 7].

Zgodnie z art. 192 i art. 348 Ksh (Kodeks spółek handlowych) procedurę szacowania zysku do podziału można określić na podstawie formuły:

$$Z_{\max} = Z + Z_n + K_r + K_z - S_n - K_{rz} - U_w,$$

gdzie: $Z_{\max}$ – maksymalna kwota, którą można przeznaczyć do podziału,

Z – zysk netto za ostatni rok obrotowy,

Z_n – niepodzielony zysk z lat ubiegłych (w tym także zysk ze skorygowania błędu podstawowego),

K_r – część zysku odpisana na kapitały rezerwowe w poprzednich latach, która może być przeznaczona do podziału (zniesiono w spółce akcyjnej ograniczenie czasowe pozwalające dzielić jedynie zysk odpisany w ciągu ostatnich 3 lat obrotowych na ten kapitał, utworzony w celu wypłaty dywidendy),

K_z – część zysku odpisana na kapitał zapasowy w poprzednich latach, która może być przeznaczona do podziału (np. część z zysku, która przekracza 1/3 kapitału zakładowego),

S_n – niepokryta strata z lat ubiegłych i traktowane z nią na równi straty spowodowane korektą błędu podstawowego i zagospodarowaniem akcji/udziałów własnych,

K_{rz} – zysk do odpisania na kapitały zapasowe i rezerwowe tworzone zgodnie z Ksh lub umową/statutem spółki, które nie mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy (np. 8% zysku netto w spółkach akcyjnych, jeżeli ich kapitał zapasowy nie przekracza 1/3 kapitału akcyjnego),

U_w – posiadane przez spółkę udziały (akcje) własne, niemające pokrycia w kapitale rezerwowym (a więc czynnika K_r) [1; 5; 10; 8; 16].

2. Cel, metodyka i zakres badań

Celem badań jest określenie sposobu podziału wyniku finansowego w przedsiębiorstwach agrobiznesu – spółkach akcyjnych przemysłu rolno-spożywczego notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW) w latach 2001-2004 (jednolita próba obejmuje 15 spółek), i jego związku z płynnością finansową. Za kryterium oceny przyjęto strukturę podziału wyniku finansowego oraz stopę zwrotu z kapitałów własnych, wskaźniki płynności bieżącej i przyspieszonej. Do weryfikacji przyjęto hipotezę badawczą: stopa zwrotu z kapitałów własnych spółek, w których podejmowano decyzję o wypłatach pieniężnych z zysku, była taka sama jak efektywność podmiotów, w których wynik finansowy refinansowano, lub od niej większa. Spółki podejmujące decyzję o wypłatach pieniężnych z zysku utrzymywały wyższy poziom płynności finansowej.

Informacje o podziale wyniku finansowego uzyskano ze sprawozdań finansowych publikowanych w Monitorze B i zawartych w nich uchwał organów podejmujących tę decyzję. Stopę zwrotu z kapitałów własnych (ROE) szacowano jako relację wyniku finansowego netto do wartości księgowej kapitału własnego. Zbadano również poziom płynności finansowej, ze względu na pieniężny charakter dywidend, a także tantiem, premii i nagród, oraz udział kapitału zapasowego w kapitale własnym, w związku z ograniczeniami prawnymi przeznaczania zysku na wypłaty pieniężne i inne cele, jeśli kapitał zapasowy nie osiągnie minimum 30%⁴ kapitału własnego spółki akcyjnej.

3. Wyniki badań i dyskusja

W tabeli 1 zaprezentowano liczby charakteryzujące spółki przemysłu rolno-spożywczego notowane na rynku podstawowym warszawskiej GPW na dzień 16 czerwca 2006 r. (w dalszych analizach brano pod uwagę jednolitą grupę 15 spółek nieprzerwanie notowanych na rynku podstawowym WGPW w latach 2001-2004). Z zaprezentowanych danych wynika, że wielkość (wartość) poszczególnych przedsiębiorstw była zróżnicowana. Największą wartością rynkową 16 czerwca 2006 r. cechował się Żywiec SA, a najmniejszą Wilbo SA. Znaczne różnice zaobserwowano także między wartością księgową a rynkową. Największą nadwyżkę wartości rynkowej nad księgową zanotował Polmos Białystok SA (5-krotność) – z analizy wykluczono Ekodrob SA, który cechował się najgorszą sytuacją finansową spośród spółek akcyjnych przemysłu rolno-spożywczego, będącą następstwem skumulowanych strat ponoszonych w kolejnych latach. Wśród 19 spółek zaledwie 3 (Ambra SA, Kruszwica SA i Żywiec SA) podjęły w 2004 r. (Żywiec SA także w

⁴ Obowiązuje od 1 stycznia 2006 r.

2005 r.) uchwałę o wypłacie dywidendy. Były to spółki, które cechowały się średnimi parametrami cena/wartość księgowa (C/WK) i cena/zysk (C/Z).

Tabela 1. Dane charakteryzujące spółki przemysłu rolno-spożywczego notowane na rynku podstawowym warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Spółka	Wartość rynkowa [mln zł]	Wartość księgowa [mln zł]	C/WK	C/Z	Procent dywidendy*
AMBRA (H)	340,29	191,93	1,77	14,6	0,9/04
DUDA (H)	506,10	221,01	2,29	16,1	–04
EKODROB	50,35	–0,27	X	X	–04
ELSTAROIL	657,45	91,35	7,20	74,6	–04
GRAAL (H)	179,82	85,80	2,10	18,6	–04
HOOP (H)	196,33	121,34	1,62	18,4	–04
INDYKPOL (H)	232,78	142,88	1,63	9,8	–04
JUTRZENKA	201,18	151,50	1,33	14,6	–05
KRUSZWICA	690,86	196,39	3,52	30,4	3,7/04
MIESZKO	114,42	73,10	1,57	42,7	–05
PEPEES (H)	126,36	117,68	1,07	15,9	–04
POLMOSBIA	846,07	161,87	5,23	11,8	–05
POLMOSBLN	189,82	138,51	1,37	53,4	–04
ROLIMPEX (H)	540,09	201,32	2,68	20,2	–04
SOKOŁÓW (H)	573,29	387,05	1,48	21,3	–05
STRZELEC	53,93	22,29	2,42	2,3	–04
WAWEL	347,19	96,82	3,59	13,7	–04
WILBO	41,96	67,17	0,62	X	–04
ŻYWIEC (H)	5 214,31	1 234,04	4,23	16,0	6,5/05
Średnia dla sektora spożywczego					3,3

* Pieniężna dywidenda za dany rok do wartości rynkowej spółki.

(H) – skonsolidowane sprawozdania finansowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ceduly warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych z dn. 16.06.2006 r.

Poddając analizie strukturę podziału wyniku finansowego (tab. 2) i przyjmując stałość próby badawczej w latach 2001-2004, zaobserwowano, iż spośród 15 spółek zaledwie 6 podjęło decyzję o wypłatach pieniężnych z zysku. Do spółek stale przeznaczających część wyniku finansowego na dywidendę należała Jutrzenka SA (ca 100% w 2001 r. – w tym 0,5% na Fundusz Świadczeń Pracowniczych, ca 48% w 2002 r. oraz ca 23% w 2003 r.) oraz Polmos Białystok SA (ca 21% w latach 2001-2002 i 3,5% w 2004 r.). Do spółek incydentalnie przeznaczających część wyniku finansowego na dywidendę należały: Żywiec SA w 2002 r. (315% zysku z 2002 r. – dywidenda skumulowana w 2002 r.), Duda SA w 2002 r. (ca 7% zysku), Hoop SA w 2003 r. (ca 92% zysku) oraz Kruszwica SA w 2004 r. (ca 57% zysku). Dominowało jednak podejmowanie decyzji o reinwestycji wypracowanego zysku.

Na uwagę zasługuje „socjalny” charakter wypłat pieniężnych w Polmos Białystok SA we wszystkich latach (poza 2003 r.). Biorąc pod uwagę, iż wypłaty nagród z zysku netto spółki na rzecz pracowników, którzy nie posiadają udziałów lub akcji, jest niezwykle kosztowne (wypłaty te zalicza się do przychodów ze stosunku pracy ze wszystkimi konsekwencjami obciążeń „fiskalnych” i „zusowskich”, nie stanowią one kosztów uzyskania przychodów spółki ani kosztów „księgowych”, nie są opodatkowane podatkiem od dywidend, ale pobierane są zaliczki na podatek dochodowy od wynagrodzeń oraz składki z tytułu ubezpieczeń społecznych [16]), sugerowałoby to silnie motywacyjny charakter tych wypłat oraz próbę włączenia pracowników w odpowiedzialność za wypracowywany wynik finansowy.

[illegible]

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ekodrob SA	-10 165	-	29,1	45,1	-	-	-	-
Pepees SA	689	-	100	-	-	-	-	-
Mieszko SA	5 324	-	100	-	-	-	-	-
Wilbo SA	1 223	brak uchwały o podziale zysku						
Żywiec SA	-105 284	brak uchwały o pokryciu straty						
Indykpol SA	3 861	brak uchwały o podziale zysku						
Polmos Lublin SA	-1 696	-	-	100	-	-	-	-
Polmos Białystok SA	38 491	-	-	78,7	15,0	-	5,3	1,0
Duda SA	150	brak uchwały o podziale zysku						
Strzelec SA	-990	brak uchwały o pokryciu straty						
Wybrane dane w 2002 r.								
Jutrzenka SA	1 296	-	52,1	-	47,9	-	-	-
Wawel SA	3 035	100	-	-	-	-	-	-
Hoop SA	19 664	-	-	89,8	10,2	-	-	-
Kruszwica SA	8 765	-	-	100	-	-	-	-
Sokołów SA	234	brak uchwały o podziale zysku						
Ekodrob SA	-6 835	brak uchwały o pokryciu straty						
Pepees SA	3 315	-	100	-	-	-	-	-
Mieszko SA	5 776	-	-	100	-	-	-	-
Wilbo SA	-5 395	-	100	-	-	-	-	-
Żywiec SA	72 034	-	100	-	315	-	-	-
Indykpol SA	2 075	21,1	-	78,9	-	-	-	-
Polmos Lublin SA	4 606	-	-	100	-	-	-	-
Polmos Białystok SA	42 677	-	-	78,9	15,0	-	5,2	1,0
Duda SA	4 868	-	-	93,2	6,8	-	-	-
Strzelec SA	588	-	-	100	-	-	-	-
Wybrane dane w 2003 r.								
Jutrzenka SA	5 567	45,5	31,1	-	23,4	-	-	-
Wawel SA	5 008	100	-	-	-	-	-	-
Hoop SA	1 413	-	-	8,2	91,8	-	-	-
Kruszwica SA	39 334	0,9	-	99,1	-	-	-	-
Sokołów SA	8 663	-	-	-	-	-	-	-
Ekodrob SA	3 964	92,0	-	8,0	-	-	-	-
Pepees SA	3 377	-	100	-	-	-	-	-
Mieszko SA	-12 198	-	100	-	-	-	-	-
Wilbo SA	2 275	-	-	100	-	-	-	-
Żywiec SA	204 143	brak uchwały o podziale zysku						
Indykpol SA	8 006	-	100	-	-	-	-	-
Polmos Lublin SA	6 564	-	-	100	-	-	-	-
Polmos Białystok SA	35 687	92,5	6,3	1,2	-	-	-	-
Duda SA	10 323	-	-	100	-	-	-	-
Strzelec SA	-13 411	brak uchwały o pokryciu straty						
Wybrane dane w 2004 r.								
Jutrzenka SA	8 161	3,0	97,0	-	-	-	-	-

Tabela 2, cd.

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Wawel SA	18 715	59,2	–	40,8	–	–	–	–
Hoop SA	–4 060	–	–	100	–	–	–	–
Kruszwica SA	37 535	–	43,1	–	56,9	66,3	–	–
Sokołów SA	15 239	brak uchwały o podziale zysku						
Ekodrob SA	–3 903	brak uchwały o pokryciu straty						
Pepees SA	3 247	–	100	–	–	–	–	–
Mieszko SA	167	100	–	–	–	–	–	–
Wilbo SA	–1 620	–	–	100	–	–	–	–
Żywiec SA	277 527	brak uchwały o podziale zysku						
Indykpol SA	13 320	–	–	100	–	–	–	–
Polmos Lublin SA	12 544	–	–	100	–	–	–	–
Polmos Białystok SA	65 467	96,5	–	–	–	–	3,5	–
Duda SA	12 939	–	–	100	–	–	–	–
Strzelec SA	.	.	.	.	.	.	.	.

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwał o podziale zysku.

W tabeli 3 zaprezentowano udział kapitału zapasowego w kapitale własnym oraz wybrane wskaźniki charakteryzujące badane spółki. Z liczb wynika, że w 2001 r. żadna ze spółek nie spełniała wymogu⁵ 30-procentowego udziału kapitału zapasowego w kapitale własnym, a jego udział wahał się od 0,3% w Polmos Lublin SA do 8,4% w Strzelec SA. W kolejnych latach sytuacja ulegała poprawie i już w 2002 r. tylko 1/3 spółek nie osiągnęła wymaganego minimum (Kruszwica SA, Ekodrob SA, Pepees SA, Polmos Lublin SA oraz Duda SA). Wszystkie podmioty, które nie spełniały wymogu 30-procentowego udziału kapitału zapasowego w kapitale własnym (poza firmą Ekodrob SA, która poniosła stratę), podjęły uchwałę o przeznaczeniu zysku na powiększenie kapitału własnego. Podobna sytuacja miała miejsce w 2003 r., a w 2004 r. zaledwie 3 spółki nie spełniały tego wymogu (Ekodrob SA, Pepees SA, Polmos Lublin SA).

W tabeli 3 widać bardzo wyraźną zależność między uchwałą o wypłatach pieniężnych z zysku a poziomem wskaźników płynności finansowej. Spółki decydujące się na wypłaty z zysku utrzymywały w tym czasie zdecydowanie wyższe wskaźniki płynności bieżącej i przyspieszonej. Najwyższy poziom płynności cechował Jutrzenkę SA w latach 2001-2003, przewyższał on średnią 3-krotnie (nawet wskaźniki płynności przyspieszonej przewyższały optimum trzy razy). Wysokie wskaźniki płynności cechowały także Polmos Białystok SA oraz Duda SA. Odmienne wyglądała sytuacja w Hoop SA, jednak spółka ta w całym okresie utrzymywała wskaźniki płynności na stałym poziomie, gwarantującym utrzymanie płynności finansowej (płynność bieżąca średnio ca 0,9, płynność przyspieszona ca 0,8).

⁵ Należy pamiętać, iż wymóg ten obowiązywał od 2006 r., jednak spółki dążyły do powiększenia udziału kapitału zapasowego w kapitale własnym.

Tabela 3. Udział kapitału zapasowego w kapitale własnym oraz wybrane wskaźniki charakteryzujące spółki akcyjne sektora rolnno-spożywczego notowane na GPW w latach 2001-2004

Spółka	2001				2002				2003				2004			
	%K _Z ^(a) [%]	ROE ^(b) [%]	P ₁ ^(c) [rentość] [%]	P ₂ ^(d) [rentość] [%]	%K _Z [%]	ROE [%]	P ₁ [rentość] [%]	P ₂ [rentość] [%]	%K _Z [%]	ROE [%]	P ₁ [rentość] [%]	P ₂ [rentość] [%]	%K _Z [%]	ROE [%]	P ₁ [rentość] [%]	P ₂ [rentość] [%]
Jutrzenka SA	2,6	3,4	3,9	3,3	63,2	0,5	3,5	3,4	57,1	5,7	3,2	3,0	50,2	7,9	1,3	0,9
Wawel SA	3,5	9,7	1,6	1,1	46,2	6,9	1,7	1,7	42,7	10,5	1,6	1,5	30,3	27,7	2,3	1,8
Hoop SA	1,2	33,5	1,1	0,8	82,9	49,9	0,9	0,8	99,1	1,3	0,8	0,8	111,9	-3,9	0,7	0,5
Kruszowica SA	1,8	6,1	0,8	0,2	9,2	7,6	0,8	0,7	12,5	25,3	0,9	0,9	30,3	19,5	1,0	0,3
Sokołów SA	0,6	-10,0	0,8	0,6	48,8	0,1	0,9	0,7	46,7	2,9	1,0	0,9	43,8	4,5	1,1	0,7
Ekodrob SA	6,7	-147,1	0,8	0,5	0,0	-598,0	0,7	0,6	0,0	7,7	0,9	0,8	25,3	-311,7	0,7	0,5
Pepes SA	0,7	1,8	1,3	0,6	20,7	0,3	1,4	1,1	20,1	4,5	1,5	1,5	19,7	4,1	1,5	0,6
Mieszko SA	1,4	2,5	0,9	0,8	51,2	12,2	0,9	0,7	88,6	-36,2	0,6	0,6	45,0	0,2	0,8	0,6
Wilbo SA	1,6	1,6	1,8	1,2	71,3	-7,2	1,7	1,6	69,2	2,9	1,8	1,8	80,7	-2,1	1,8	1,0
Żywiec SA	1,7	-10,0	0,8	0,5	116,2	7,0	0,8	0,3	66,9	18,5	1,0	0,8	64,1	24,0	0,6	0,4
Indykpol SA	2,7	6,7	1,1	0,7	54,4	3,5	1,7	1,5	50,4	11,8	0,9	0,9	52,3	16,4	1,6	1,2
Polmos Lublin SA	0,3	-5,5	1,3	1,2	0,1	15,7	1,2	1,2	5,4	17,3	1,3	1,2	17,3	25,3	1,2	1,1
Polmos Białystok SA	2,1	19,9	2,3	2,1	59,6	18,2	2,7	2,6	21,3	14,1	2,8	2,6	71,6	84,6	1,2	1,1
Duda SA	1,8	0,6	1,0	0,8	5,4	8,8	1,3	1,3	44,9	10,0	2,7	2,7	63,0	7,8	1,2	1,0
Strzelec SA	8,4	-2,0	1,3	1,1	60,2	1,2	0,6	0,5	76,3	-30,0	1,2	1,2	-	-	-	-
Średnia	1,8	-3,3	1,1	0,7	80,0	6,8	1,0	0,9	53,8	12,2	1,2	1,1	56,8	17,8	1,0	0,7

(a) $\%K_Z = \frac{K_Z}{K_w} \times 100$, gdzie K_Z – kapitał zapasowy, K_w – kapitał własny.

(b) ROE – stopa zwrotu z kapitałów własnych = $\frac{\text{Wynik finansowy netto}}{\text{Księgowa wartość kapitałów własnych}} \times 100$.

(c) P_1 – wskaźnik płynności bieżącej = $\frac{\text{Aktywa bieżące}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$.

(d) P_2 – wskaźnik płynności przyspieszonej = $\frac{\text{Aktywa bieżące} - \text{zapasy} - \text{rozliczenia międzyokresowe czynne}}{\text{Zobowiązania bieżące}}$.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych.

Spółki decydujące się na wypłaty pieniężne z zysku charakteryzowały się wysokimi stopami zwrotu z kapitału własnego, przekraczającymi wartości średnie (poza Jutrzenką SA w 2002 r. i 2003 r.). Najwyższą efektywnością zaangażowania kapitałów własnych cechował się Polmos Białystok SA – średnio w okresie stopa zwrotu z kapitału własnego wyniosła 34,2%. Można więc uznać, że decyzję o wypłatach pieniężnych z zysku netto podejmowały spółki w lepszej sytuacji finansowej, mogące zapewnić pokrycie wypłat środkami na rachunku, a także uzyskujące wysokie stopy zwrotu z kapitału własnego.

4. Podsumowanie

Kierownictwo przedsiębiorstw agrobiznesu podejmowało decyzję o wypłatach pieniężnych z zysku netto. Potwierdzone zostały badania informujące, iż proporcje w wypłatach z zysku do zysku zatrzymanego kształtowały się jak 15:85. Taka sytuacja miała również miejsce wśród badanej zbiorowości. Decyzje o wypłatach z zysku netto podejmowano w 15% jednostek (w 2002 r. 33%, ale był to rok wyjątkowy, potwierdzający regułę), a średni ich udział w wartości zysku netto wyniósł ca 20%. Spółki podejmujące uchwałę o wypłatach pieniężnych z zysku netto utrzymywały wyższy poziom płynności bieżącej i przyspieszonej niż jednostki przeznaczające wypracowany wynik na powiększenie kapitału własnego. Jednocześnie w spółkach przeznaczających zysk na wypłaty uzyskiwano wyższy poziom stopy zwrotu z kapitału własnego. Mimo wysokich kosztów związanych z wypłatami z zysku netto dla pracowników niebędących właścicielami akcji lub udziałów w Polmos Białystok SA przeznaczano ca 3,5% zysku netto na wypłaty premii i nagród dla pracowników (wypłaty te nie obejmowały tantiem dla kierownictwa). Można wnioskować, iż wypłaty te stanowiły element systemu motywacyjnego pracowników.

Literatura

- [1] Adamczyk J., *Podział wyniku finansowego*, „Rachunkowość”, numer „Zamknięcie Roku 2005”, Warszawa 2005.
- [2] Bień W., *Realistyczna ocena i podział zysku w warunkach inflacji*, www.centrumwiedzy.edu.pl, 2006.
- [3] Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- [4] Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- [5] Duraj A.N., *Wpływ rezerw na zobowiązania długoterminowe w kształtowaniu polityki dywidendy przez publiczne SA*, „Przegląd Organizacji” 2005 nr 6.
- [6] Franc J., *Struktura kapitału a procesy rozwojowe przedsiębiorstw rolniczych*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003.

-
- [7] Franc J., *Gospodarowanie wynikiem finansowym w przedsiębiorstwach rolniczych*, Roczniki Nauk Rolniczych seria G, t. 92, z. 2, Warszawa 2006.
 - [8] Koleśnik K., *Podział zysku netto w spółkach kapitałowych (cz. I)*, „Buchalter” 2006 nr 12, Szczecin.
 - [9] Koleśnik K., *Wynik finansowy w ujęciu bilansowym oraz podatkowym*, „Buchalter” 2006 nr 5, Szczecin.
 - [10] Koźma Z., Ożóg M. (red.), *Kodeks spółek handlowych komentarz*, ODDK, Gdańsk 2005.
 - [11] McManus I.D, Gwilyn O., *Payment History, Past Returns and the Perform Dividend Stocks*, Managerial Finance V. 32, I. 6, Barmarick Publications 2006.
 - [12] Pluta W., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999.
 - [13] Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
 - [14] Rybicki P., *Analiza finansowa w oparciu o informację dodatkową*, Difin, Warszawa 2004.
 - [15] Świdorska G., *Nowe wyzwania dla audytorów*, www.macauditor.pl, 2006.
 - [16] Waślicki T., *Podział zysku w spółkach kapitałowych*, „Rachunkowość” 2006 nr 6.
 - [17] Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR, Warszawa 2004.
 - [18] Wilimowska Z., Wilimowski M., *Sztuka zarządzania finansami cz. 1. i cz. 2 OPO*, Bydgoszcz 2001.

CASH DISBURSEMENTS FROM PROFIT AND FINANCIAL LIQUIDITY IN AGRO-INDUSTRY COMPANIES

Summary

The research involved homogenous group of 15 joint-stock companies operating in farm and food industry listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2001-2004. The research hypothesis was positively confirmed: Return on equity in companies where decision was taken to disburse cash from profits was equal or higher then in companies where financial results were reinvested. The companies taking decisions to disburse cash from profit retained higher level of financial liquidity.