

Nr 14

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

Rachunkowość a controlling

Redaktor naukowy

Edward Nowak



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2008

Komitet Redakcyjny

*Andrzej Matysiak (przewodniczący),
Tadeusz Borys, Jan Lichtarski, Adam Nowicki, Zdzisław Pisz,
Waldemar Podgórski, Wanda Ronka-Chmielowiec, Jan Skalik, Stanisław Urban*

Recenzenci

*Ksenia Czubakowska, Maria Hass-Symotiuk, Anna Karmańska, Teresa Martyniuk,
Edward Nowak, Henryk Ronek, Jan Turyna*

Redaktor Wydawnictwa

Joanna Świrska-Korlub

Korektor

Barbara Łopusiewicz

Projekt okładki

Beata Dębska

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2008

PL ISSN 1899-3192

Druk i oprawa: Zakład Graficzny UE we Wrocławiu. Zam. 427/08

Spis treści

Słowo wstępne	11
Urszula Balon: Rachunek kosztów jakości w przedsiębiorstwach przemysłu motoryzacyjnego	13
Urszula Balon, Anna Boratyńska-Sala: Controlling a podejście procesowe w systemie zarządzania	22
Agnieszka Bieńkowska, Anna Zabłocka-Kluczka: FMEA funkcji personalnej – controllingowy instrument diagnozy potencjalnych zagrożeń w obszarze zarządzania personelem	32
Agnieszka Bojnowska: Model rozliczania kosztów według rachunku kosztów działań dla banku spółdzielczego – cz. I: przesłanki, etapy, mapa procesów	43
Adam Bujak: Wykorzystanie wskaźników opartych na kosztach do oceny systemu rachunkowości	51
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk: Zakres kontroli kosztów w zakładzie ubezpieczeń	59
Iwona Chomiak-Orsa: Narzędzia controllingowe w ocenie efektywności przedsięwzięć informatycznych	66
Maciej Chorostkowski: Tytuł biegłego rewidenta tylko dla wybranych? ...	73
Janusz Czerny: Rola i znaczenie rachunkowości w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstwa	80
Ksenia Czubakowska: Ustalanie przychodów i kosztów świadczonych usług w ramach kontraktów długoterminowych	90
Anna Cwiakala-Malys: Problem efektywnego wykorzystania zasobów w procesie zarządzania państwową szkołą wyższą	100
Marek Dylewski: Ewidencja kosztów zadań publicznych w jednostkach samorządu terytorialnego – wybrane problemy	114
Monika Foremna-Pilarska: Budżetowanie operacyjne przychodów a czynnik czasu	120
Angelika Kaczmarczyk, Katarzyna Piotrowska: Wiarygodność informacji sprawozdawczej a działalność badawczo-rozwojowa	127
Marcin Kaczmarek: Rachunkowość zadaniowa w systemie rachunkowości budżetowej jednostek sektora finansów publicznych	133
Małgorzata Kamieniecka: Rola controllingu w procedurze ustalania odroczonego podatku dochodowego	141
Zdzisław Kes: Charakterystyka prowadzonych przedmiotów w Katedrze Rachunku Kosztów i Rachunkowości Zarządczej	148

Marcin Klinowski: Analiza cyklu życia projektu w ocenie jego efektywności	161
Katarzyna Kluska: Kontrola wewnętrzna w procesie badania sprawozdania finansowego	167
Tomasz Kondraszuk: Rachunkowość zarządcza w rolnictwie w warunkach globalizacji	174
Roman Kotapski: Problemy z budżetowaniem. Krytyka a praktyka stosowania	183
Beata Kotowska: Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie poprzez budżet wpływów i wydatków	193
Michał Jerzy Kowalski: Identyfikowanie obiektów kosztowych w rachunku kosztów działań	202
Mieczysław Kowerski: Strategie dywidendowe na rozwiniętych rynkach kapitałowych	210
Zygmunt Kral: Controllingowy rachunek wyników szkoły wyższej	219
Wojciech Dawid Krzeszowski: Stopy procentowe w ocenie efektywności zabezpieczenia	228
Dorota Kuźdowicz: Analiza odchyleń w sztywnym i elastycznym rachunku kosztów planowanych	235
Grzegorz Lew: Kontrola w systemie motywacyjnym przedstawicieli handlowych	241
Teresa Martyniuk: Amortyzacja jako instrument strategicznego rachunku kosztów przedsiębiorstwa	247
Aleksandra Martynowicz: Uwarunkowania wyboru metody ustalania różnic kursowych dla celów podatku dochodowego	252
Marek Masztalerz: Analiza wartości produktu w rachunku kosztów docelowych	256
Jarosław Mielcarek: O potrzebie modyfikacji <i>time-driven ABC</i>	265
Jerzy Mońka: Wartość jako cel i płynność finansowa jako determinanta funkcjonowania przedsiębiorstwa	275
Adam Niewęglowski: Rachunek kosztów działań – wczoraj i dziś	286
Bartłomiej Nita: Ewolucja rachunkowości zarządczej: od rachunku kosztów do strategicznej rachunkowości zarządczej	293
Edward Nowak: Rozwój rachunku kosztów w świetle osiągnięć szkoły wrocławskiej	318
Agnieszka Nózka: Procesowe ujęcie działalności jednostki badawczo-rozwojowej	331
Robert Paradecki: Wpływ współzależności produktów bankowych na wynik ze sprzedaży oraz cykl życia	340
Ewa Pasieczna: Oszacowanie podstawy opodatkowania metodą kosztową – studium przypadku	349
Michał Poszwa: Determinanty opłacalności jednorazowych odpisów amortyzacyjnych	357

Adam Putyra: Budżetowanie kosztów działań na podstawie <i>time-driven activity based costing</i>	363
Jolanta Rubik: Audytor a controller – sylwetka zawodowa	375
Bożena Rudnicka: Ujmowanie kosztów działalności operacyjnej w jednostkach budżetowych w świetle obowiązujących regulacji prawnych	380
Kazimierz Sawicki: Rachunkowość i controlling w małych jednostkach gospodarczych	388
Elżbieta Sobów: Koszt surowca w kalkulacji kosztu wytworzenia produktu w zakładzie drobiarskim	396
Kamila Synak: Rola rachunkowości w ograniczaniu zjawiska asymetrii informacji z perspektywy teorii agencji	404
Waldemar Szewc: Praktyczne aspekty usług controllingu w kancelarii doradztwa podatkowego	410
Alfred Szydelko: Możliwości wykorzystania informacji z ewidencji księgowej w obszarach decyzyjnych związanych z działalnością pomocniczą	420
Katarzyna Szymczyk-Madej: Cele kontroli wewnętrznej w zarządzaniu przedsiębiorstwem	427
Marcin Wierzbiński: Podstawowe aspekty controllingu niepublicznej szkoły wyższej	437
Beata Zackiewicz: Przegląd technik i narzędzi wspomagających zarządzanie kosztami nowego produktu poprzez rachunek kosztów docelowych	449

Summaries

Urszula Balon: Costs of quality meaning in the automatic enterprises	21
Urszula Balon, Anna Boratyńska-Sala: Controlling and process approach in the management system	31
Agnieszka Bieńkowska, Anna Zabłocka-Kluczka: FMEA of personnel function – the controlling tool for diagnosis of potential threats in the scope of personnel management	42
Agnieszka Bojnowska: The model of calculating costs found on Activity Based Costing for a Polish co-operative bank. Part I: The assumptions, steps, the map of processes	50
Adam Bujak: Using the leant-on-costs indicators to the evaluation of the accounting system	58
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk: Cost control in insurance companies	65
Iwona Chomiak-Orsa: Controlling tools for it project efficiency evaluation	72
Maciej Chorostkowski: Title of statutory auditor only for the chosens?	79
Janusz Czerny: The role and meaning of accountancy in the process of the enterprise restructuring	89

Ksenia Czubakowska: Determining revenues and costs of provided services in within the frameworks of long-term contracts	99
Anna Ćwiakala-Malys: A problem in effective usage of resources in a process of higher state school management	113
Marek Dylewski: Cost accounting of public tasks in local government units – chosen problems	119
Monika Foremna-Pilarska: Operational incomes budgeting and a time factor	126
Angelika Kaczmarczyk, Katarzyna Piotrowska: Reliability of financial information vs. research and development project	132
Marcin Kaczmarek: Performance accounting in a system of budget accounting of the public sector units	140
Małgorzata Kamieniecka: The role of controlling in deferred tax establishment procedure	147
Zdzisław Kes: The characteristic of learning in Department of Cost Calculation and Management Accounting	160
Marcin Klinowski: The project life cycle analysis in its efficiency evaluation	166
Katarzyna Kluska: Internal control in process of auditing of financial statement	173
Tomasz Kondraszuk: Managerial accounting in agriculture in the face of the globalization	182
Roman Kotapski: Budgeting problems in companies. A criticism of budget practice	192
Beata Kotowska: Liquidity management in an enterprise by cash flow budget	201
Michał Jerzy Kowalski: Identification of cost objects in Activity Based Costing	209
Mieczysław Kowerski: Dividends strategies in developed financial markets	218
Zygmunt Kral: Controlling result account of college	227
Wojciech Dawid Krzeszowski: Interest rates in hedging effectiveness evaluation	234
Dorota Kuźdowicz: Variance analysis in fix and flexible planned cost accounting	240
Grzegorz Lew: The control in motivation system of sales representatives ...	246
Teresa Martyniuk: The depreciation as an instrument of a company strategic cost accounting	251
Aleksandra Martynowicz: Conditions of choosing the method of calculation of the foreign exchange differences for income tax purposes	255
Marek Masztalerz: Product value analysis in the target costing process ...	264
Jarosław Mielcarek: On the need for modification of time-driven ABC ...	274
Jerzy Mońka: Value as purpose and financial liquidity as determinant of enterprise function	285

Adam Niewęglowski: Activity-Based Costing – yesterday and today	292
Bartłomiej Nita: The evolution of management accounting: from cost accounting to strategic management accounting	317
Edward Nowak: Cost accounting development on the example of scientific achievements of the Wrocław University of Economics	330
Agnieszka Nózka: Process based R&D unit operation	339
Robert Paradecki: Influence of the interdependence of bank products on the result from the sale and life cycle	348
Ewa Pasieczna: Tax base estimation by the cost Method – a case study	356
Michał Poszwa: Problems of calculating profits of tax depreciation	362
Adam Putyra: Activity Costs Budgeting Based on Time-Driven Activity Based Costing	374
Jolanta Rubik: Auditor vs controller – careers profile	379
Bożena Rudnicka: Formulating costs of operating activity in budgetary units in the light of polish accountancy act regulations and special accountancy policies referring to these units	387
Kazimierz Sawicki: Selected problems of accounting and controlling in small enterprises	395
Elżbieta Sobów: Cost of raw materials in calculation of product manufactured in a poultry processing	403
Kamila Synak: The role of accountancy in reducing information asymmetry from the Agency Theory perspectives	409
Waldemar Szewc: Practical aspects of the services of controlling in a tax consultancy office	419
Alfred Szydelko: The possibilities of using information from record accounting in decision fields connected with support centers	426
Katarzyna Szymczyk-Madej: Goals of internal control in management process	436
Marcin Wierzbński: Responsibility centres in the controlling system of university	450
Beata Zackiewicz: Techniques and tools review for cost management of new product throughout target costing (Target Cost Management)	461

Mieczysław Kowerski

Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu

STRATEGIE DYWIDENDOWE NA ROZWIĘTYCH RYNKACH KAPITAŁOWYCH

Dividends are both pervasive and perplexing

[19]

1. Wstęp

Pomimo niemal stuletnich badań decyzje o wypłatach dywidend i ich wpływ na ceny akcji, a więc i wartość przedsiębiorstw, pozostają nadal zagadką [11]. Już fakt istnienia trzech wzajemnie wykluczających się teorii (szkół) wyjaśniających wpływ decyzji dywidendowych na wartość przedsiębiorstwa (prodywidendowa, neutralna, antydywidendowa) [21, s. 131-151; 5, s. 178-181] oraz szeregu hipotez (efekt sygnalizacji, efekt klienteli, teoria agencji, cateringowa teoria dywidendy, efekt cyklu życia firmy itp.) [5, s. 182-187] pokazuje, jak niejednoznaczne jest to zagadnienie. Eugene F. Brigham, podsumowując prowadzone w tym zakresie badania empiryczne, stwierdził, że każda z teorii może być poprawna lub że wszystkie teorie mogą być niepoprawne [3, s. 225].

Dodatkowym problemem są różne strategie spółek funkcjonujących na rynkach rozwiniętych i rynkach wschodzących [6, s. 1023-1024].

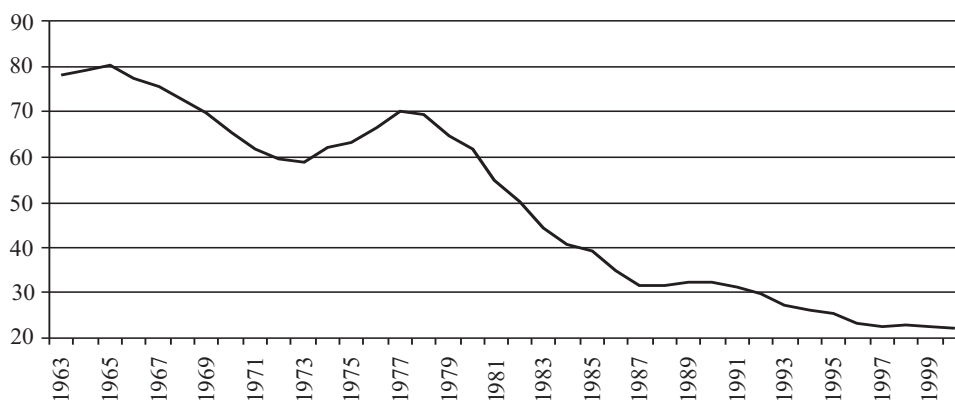
Wieloletnie obserwacje strategii dywidendowych pozwoliły jednak wyodrębnić pewne zjawiska i tendencje o trwałym charakterze właściwe zwłaszcza dla rozwiniętych rynków kapitałowych.

Celem pracy jest prezentacja głównych zjawisk i tendencji w zakresie strategii dywidendowych firm notowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych na przestrzeni lat.

2. Spadek skłonności do płacenia dywidend przez spółki giełdowe

Skłonność do płacenia dywidend mierzona jest udziałem spółek płacących dywidendy w ogólnej liczbie spółek notowanych na giełdzie. Zjawisko spadku skłonności do płacenia dywidend najpełniej widoczne jest w Stanach Zjednoczonych. Badania Eugena Famy i Kennetha Frencha [10, s. 6] dla spółek z trzech nowojor-

skich giełd (NYSE, AMEX i NASDAQ) pokazały, że udział spółek płacących dywidendy spadł z 52,8% w roku 1973 do 20,8% w roku 1999¹. Tendencję tę E. Fama i K. French obrazowo nazwali „znikającymi dywidendami”. Zjawisko to potwierdzili, korzystając z danych COMPUSTAT dla nieco dłuższego okresu, Malcolm Baker i Jefferey Wurgler [1, s. 1134]. Drastyczny spadek udziału spółek płacących dywidendy wynikał nie tylko z dynamicznego wzrostu liczby spółek niepłacących dywidend, ale także ze spadku liczby płacących dywidendy. Fama i French udowodnili, że ten spadek w połowie wynikał ze zmian charakterystyk firm (wzrost liczby i udziału spółek niepłacących) a w połowie ze zmniejszenia się skłonności do płacenia dywidend. Począwszy od roku 1978, szybko rosła liczba spółek małych, o niskich zyskach lub wykazujących wręcz straty, jednak z dużymi możliwościami wzrostu i dużym udziałem niematerialnych aktywów (spółki IT). Większość takich spółek pojawiła się na NASDAQ, chociaż i struktura NYSE zmieniła się. Ocenę tę tylko w niewielkim stopniu zmienia ostatnio notowany ponowny wzrost udziału spółek przemysłowych wypłacających dywidendy. Od roku 2001 udział spółek przemysłowych na giełdach amerykańskich wypłacających dywidendy wzrósł o 5 punktów procentowych [16, s. 89-100]. Częściowo mogło to wynikać z *Bush tax cut*, a częściowo z „zestarzenia się” stosunkowo dużej liczby firm, które weszły na giełdę w drugiej połowie lat 90., a więc w okresie „boomu internetowego”. Jednocześnie w ciągu ostatnich 80 lat (od wielkiego krachu w roku 1929) spadała stopa dywidendy (*dividend yield ratio*). Stopa dywidendy spółek wchodzących w skład indeksu S&P500 spadała z około 8% na początku lat 40. do 3% na początku lat 60., by po ponownym wzroście do 5,4% w roku 1981 osiągnąć minimum wszechczasów – 1,1% w roku 1999. Od początku nowego wieku stopa ta nieznacznie wzrosła [8, s. 7-8].



Rys. 1. Zmiany udziału płacących dywidendy na giełdach nowojorskich w latach 1963-2000 według COMPUSTAT

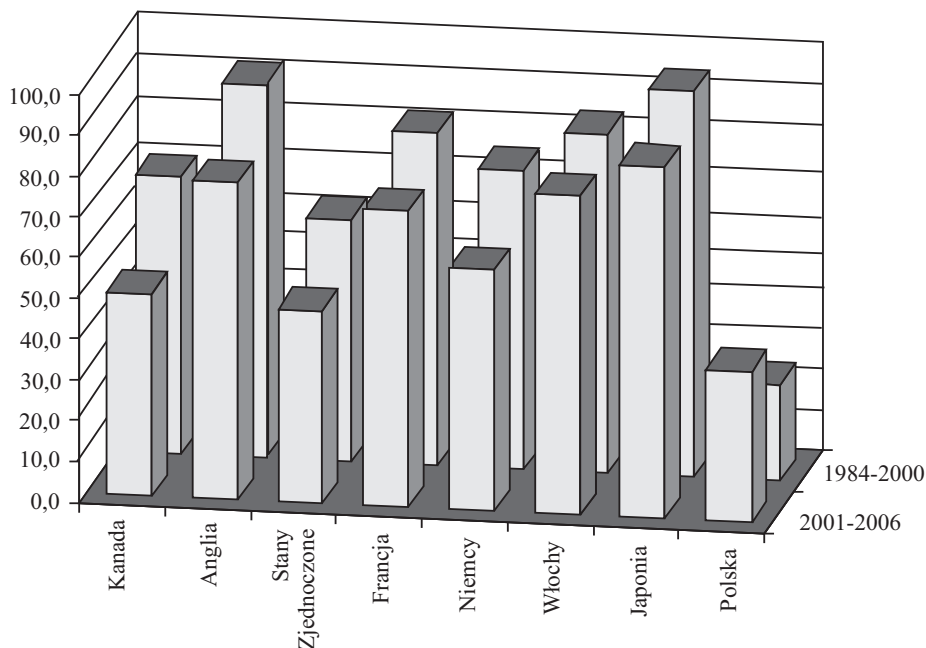
Źródło: opracowano na podstawie danych zawartych w tab. 1 artykułu [1, s. 1134].

¹ W roku 1930 dywidendy płaciło 69,9% spółek NYSE.

Z podobnym zjawiskiem mamy do czynienia także na rozwiniętych giełdach europejskich, a sygnały mają tutaj jeszcze bardziej alarmistyczny charakter. Świadczy o tym chociażby tytuł raportu przygotowanego przez Adriana Wooda *Death of the dividend* [23].

Badania Williama Megginsona oraz Henka von Eije pokazały między innymi, że spadek udziałów wypłat dywidend wśród firm państw członkowskich Unii Europejskiej nastąpił znacznie później niż w USA, bo dopiero w latach 90. Szczególnie duży spadek udziałów spółek płacących dywidendy wystąpił na giełdzie niemieckiej (z 92% w roku 1991 do 44% w roku 2003) [19].

Charakterystyczne jest, że zjawisko spadku skłonności do wypłat dywidend dotyczy właśnie rozwiniętych rynków kapitałowych. Świadczą o tym obliczenia wykonane na danych opracowanych przez zespół w składzie: Söhnke Bertram, Phillip Brown, Janice How oraz Peter Verhoeven [2]. Zebrali oni dane o ponad 31,2 tys. firm z 43 krajów, które charakteryzowały się dodatnimi wynikami finansowymi, *cash-low* oraz sprzedają. Średnia arytmetyczna udziałów spółek płacących dywidendy w ogólnej liczbie analizowanych spółek na rynkach rozwiniętych w latach 2001-2006 spadła w porównaniu ze średnią z lat 1984-2000 o 9,2 punktu ($p = 0,01574$). W tym samym okresie skłonność do płacenia dywidend na rynkach wschodzących wzrosła o 9,7 punktu ($p = 0,13109$). Spadek skłonności do płacenia dywidend dotyczył w tym okresie wszystkich krajów grupy G7.



Rys. 2. Zmiany skłonności do płacenia dywidend firm z krajów G7 oraz Polski w latach 1984-2006 (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z pracy: [2].

Zmiany w czasie skłonności do wypłat dywidend na rynkach rozwiniętych są o wiele mniejsze niż na rynkach wschodzących. Średni współczynnik zmienności skłonności do płacenia dywidend w latach 2001-2006 na rynkach rozwiniętych wyniósł 7,6%, podczas gdy na rynkach wschodzących był przeszło dwukrotnie wyższy (17,1%).

Omawiane badania pokazały także, jak niska w porównaniu z rozwiniętymi, a nawet z większością wschodzących rynków jest, pomimo wzrostu w ostatnich latach, skłonność do płacenia dywidend przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (rys. 2). W latach 1992-2000 średnia skłonność do płacenia dywidend w Warszawie wyniosła 23,6% a w latach 2001-2006 wzrosła do 36,7%. Jednocześnie na giełdzie w Warszawie zmiany skłonności do płacenia dywidend są o wiele większe niż na innych rynkach. W latach 2001-2006 współczynnik zmienności do wypłat dywidend na GPW w Warszawie wyniósł 28,6%.

3. Trwale wyższa skłonność do płacenia dywidend przez spółki notowane na rozwiniętych rynkach kapitałowych

W latach 1984-2000 średnia skłonność do płacenia dywidend przez firmy z rozwiniętych rynków kapitałowych była o 26,4 punktu wyższa niż firm rynków wschodzących. Co prawda, na początku wieku XXI wskutek jednoczesnego spadku skłonności do płacenia przez firmy z rynków rozwiniętych i wzrostu skłonności do płacenia przez firmy z rynków wschodzących różnice istotnie zmniejszyły się, są one jednak nadal wyraźne.

Tabela 1. Test różnic średnich skłonności do wypłat dywidend na rynkach rozwiniętych i wschodzących

Wyszczególnienie	Średnie skłonności		Test różnic średnich pomiędzy okresem 1984-2000 a okresem 2001-2006: poziom istotności
	1984-2000	2001-2006	
Rynki rozwinięte (24 państwa)	78,5	69,3	0,01574
Rynki wschodzące (19 państw)	52,1	61,8	0,13109
Test <i>t</i> różnic średnich pomiędzy rynkami rozwiniętymi a wschodzącymi: poziom istotności	0,00009	0,10705	<i>x</i>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z pracy: [2].

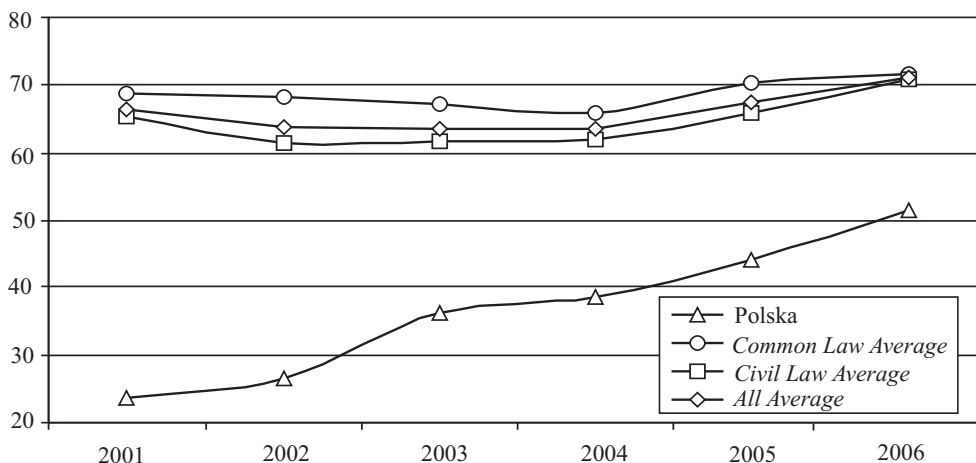
Zdaniem Aswatha Damodarana jest to efekt różnic w tempie wzrostu PKB. Firmy mające wysokie tempo wzrostu przeznaczają na dywidendę niewielką część zysku. Podobna tendencja jest widoczna na poziomie całego kraju: im wyższe tempo wzrostu PKB, tym niższa dywidenda, a rynki wschodzące charakteryzują się wysokim tempem wzrostu [6, s. 1023].

4. Wpływ systemów prawnych i zarządzania na skłonność do płacenia dywidend

Rafael La Porta i inni dokonali porównań międzynarodowych, z których wynika, że w zorientowanych na interesariuszy systemach zarządzania (*the stakeholders oriented governance regimes*) Europy kontynentalnej, gdzie jednocześnie akcjonariaty są bardziej skoncentrowane, wypłaty dywidend są mniejsze i bardziej zmienne niż w zorientowanym rynkowo świecie anglo-amerykańskim [18, s. 3-27].

W Europie kontynentalnej, gdzie funkcjonuje prawo stanowione (*civil law*), ochrona mniejszościowych akcjonariuszy jest znacznie słabsza niż w systemie anglo-amerykańskim, w którym funkcjonuje prawo precedensowe (*common law*) i firmy stosunkowo często stosują rozwiązania gwałcące zasadę „jedna akcja – jeden głos”.

Mara Faccio i inni stwierdzili, że w kontynentalnej Europie wypłaty są tym większe, im bardziej zdwersyfikowany jest akcjonariat [9, s. 54-78].



Rys. 3. Skłonność do płacenia dywidend przez firmy z państw *common law* oraz *civil law* w wieku XXI (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z pracy: [2].

Klaus Gugler i Burcin Yurtoglu stwierdzili, że w Niemczech poziom wypłat dywidend spada wraz ze wzrostem siły największego akcjonariusza, ale wzrasta wraz ze wzrostem siły drugiego akcjonariusza [15, s. 731-758]. W badaniach przeprowadzonych przez Luca Rennebooga i Grzegorza Trojanowskiego w Wielkiej Brytanii, gdzie ochrona mniejszościowych akcjonariuszy jest dużo większa, nie stwierdzono takich zależności. W firmach kontrolowanych przez instytucje zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Niemczech obserwuje się bardziej zmienną politykę wypłat niż w firmach kontrolowanych przez indywidualnych akcjonariuszy. W rzeczywistości w Wielkiej Brytanii wypłaty w firmach kontrolowanych przez

indywidualnych inwestorów są niższe [20]. O podobnej sytuacji w Austrii informuje Klaus Gugler [14, s. 1297-1321].

Większą presję inwestorów na wypłaty dywidend w krajach *common law* potwierdziły również ostatnie badania S. Bertrama i innych [2] (zob. rys. 3).

5. Znaczny wzrost liczby spółek wykupujących swoje akcje (*repurchasing*)

Gustavo Grullon i David Ikenberry [12, s. 31-49] oraz Gustavo Grullon i Roni Michaely [13, s. 651-68] dokumentują w Stanach Zjednoczonych od roku 1982, kiedy SEC (Stock Exchange Commission) stworzył odpowiednie ku temu warunki, znaczny wzrost liczby spółek wykupujących swoje akcje (*repurchasing*). Ta metoda redystrybucji zysków jest dla inwestorów korzystniejsza z punktu widzenia podatków i bardziej elastyczna niż regularne wypłaty dywidend. Wiele badań udowodniło pozytywny wpływ ogłoszenia o wykupie na ceny akcji (*repurchase announcement effect*), ale wzrost wykupów nie tłumaczy (przynajmniej w pełni) spadku wypłat dywidend. Są firmy, które wykupują swoje akcje i jednocześnie płacą dywidendy. Firmy, które nie płacą dywidend, nie dokonują również wykupów. Badania pokazują, że wykupy są raczej komplementarne w stosunku do wypłat dywidend, a nie substytucyjne.

6. Wzrost wartości i stopy wypłat dywidend

Badania Harrego i Lindy DeAngelo oraz Douga Skinnera [7, s. 425-456] pokazały, że dywidendy w Stanach Zjednoczonych jednak nie znikają. W ostatnim dwudziestoleciu wieku XX spadkowi liczby udziału spółek płacących dywidendy towarzyszył wzrost wartości wypłacanych dywidend z 20 mld USD w I kwartale roku 1982 do 27 mld USD w IV kwartale roku 2002 i prawie do 30 mld USD w II kwartale roku 2003 [4, s. 25]. Jednocześnie istnieje grupa spółek, które nie tylko systematycznie, co roku (a niektóre co kwartał), wypłacają dywidendy, ale wartość wypłacanych przez nie dywidend z roku na rok wzrasta. Spółki takie nazywane są arystokratami dywidendowymi [17, s. 282-289].

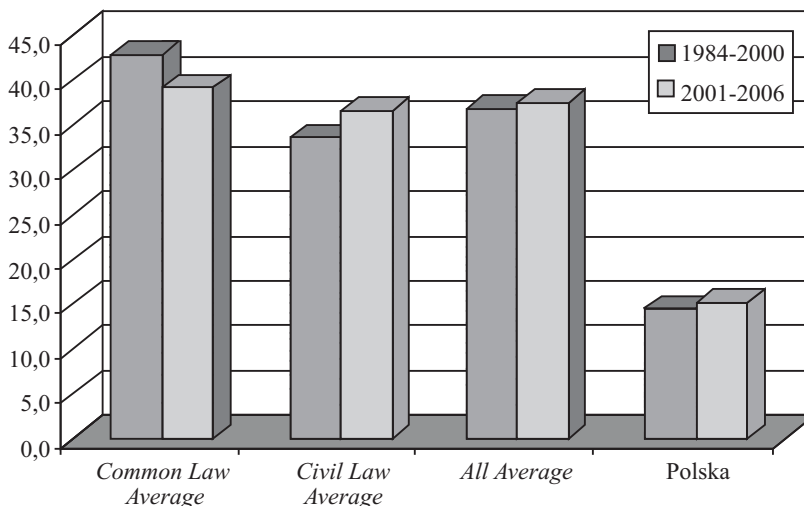
Na rynkach amerykańskich wartość wypłacanych dywidend (bieżąca i realna) systematycznie rośnie i w przypadkach niektórych firm sięga 100% osiągniętych zysków. Stopa wypłat dywidend spółek płacących dywidendy wzrosła z 40% w roku 1971 do 60% w roku 1990 i utrzymywała się na tym poziomie przez całe lata 90., by w 2001 r. osiągnąć poziom 81%. O ile w roku 1971 wykupy nie miały żadnego wpływu na ogólną stopę wypłat², to w roku 1998 podniosły ją do 105%, a w roku 2001 – do 116% [22].

Zjawisko to potwierdzają badania Williama Megginsona oraz Henka von Eijje [19], którzy analizując ponad 4100 firm przemysłowych z 15 krajów „starej” Unii,

² Ogólna stopa wypłat to suma stopy wypłat dywidend i stopy wykupów.

stwierdzili bardzo duży wzrost wartości wypłacanych dywidend w latach 1989-2003. Przy tym o ile w latach 1989-1994 wartość wypłacanych przez przedsiębiorstwa przemysłowe dywidend w UE była względnie stała i wynosiła ok. 25 mld euro (30 mld euro w cenach z roku 2000), o tyle w latach 1994-1999 wartość ta potroiła się. W latach 2000-2003, głównie w wyniku recesji i załamania rynku, roczna wartość wypłacanych przez przedsiębiorstwa przemysłowe dywidend ustabilizowała się na poziomie 82-100 mld euro, przy czym wzrost wartości wypłat wynikał nie ze wzrostu liczby notowanych firm, ale ze zwiększenia średniej wartości dywidendy wypłacanej przez spółkę. Średnia realna wartość wypłacanej przez spółkę dywidendy wzrosła z 26 mln euro w roku 1994 do ponad 50 mln euro w roku 1999 i pozostała na tym poziomie do roku 2003. Mediana średniej realnej wartości dywidendy nie wykazywała zmiany w latach 1989-1997, co mając na uwadze wzrost średniej wartości, oznacza wzrost wartości wypłat przez największych płatników. Dopiero później mediana znacznie wzrosła: z 3 mln euro w roku 1999 do 4,4 mln euro w roku 2003. Zmiany stóp wypłat dywidend nie były jednokierunkowe. Wśród płatników dywidend początkowo nastąpił wzrost średniej stopy (mediany) z 39% (33%) w roku 1989 do prawie 60% (51%) w roku 1992, by potem spaść do 47% (36%) w roku 1994 i 42% (34%) w roku 1996. W ostatnich latach stopa wypłat dywidend ponownie wzrosła do 60% (50%).

Wzrost stóp wypłat dywidend spółek płacących dywidendy rekompensuje spadek skłonności do płacenia dywidend wśród ogółu spółek, co sprawia, że jak pokazują obliczenia wykonane na danych (z 43 państw) pochodzące z opracowania S. Bertrama i innych [2], ogólne stopy wypłat dywidend na przełomie wieków niemal nie ulegały zmianie (zob. rys. 4).



Rys. 4. Zmiany stóp wypłat dywidend (wartość dywidend do wartości zysków netto wszystkich notowanych spółek) w latach 1984-2006 w zależności od systemu prawnego kraju (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z pracy: [2].

Jednocześnie obliczenia te pokazują, jak niska, pomimo wzrostu w ostatnich latach, jest stopa wypłat dywidend na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W latach 2001-2006 średnia stopa wypłat wśród wszystkich spółek w Warszawie wyniosła 15,1%, podczas gdy średnia dla spółek z wszystkich 43 objętych badaniem państw była równa 37,4%.

7. Znacząca koncentracja zysków i wypłat dywidend

W Stanach Zjednoczonych wzrost koncentracji zysków i wypłat dywidend nastąpił w ciągu ostatniego ćwierćwiecza. Obecnie 25 największych amerykańskich firm przemysłowych realizuje 50% zysków i dywidend tego sektora. Ten właśnie wielki wzrost wartości wypłacanych dywidend przez największych płatników nie tylko zrekompensował spadek skłonności do wypłat dywidend przez małe spółki, ale również zapewnił wzrost ogólnej wartości wypłacanych dywidend [7, s. 425-456].

Badania Williama Megginsona oraz Henka von Eije [19] potwierdzają podobne zjawisko w krajach Unii Europejskiej.

8. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza zmian strategii dywidendowych na rozwiniętych rynkach kapitałowych na przestrzeni lat prowadzi do wniosku, że pomimo różnokierunkowych zmian skłonności do płacenia dywidend i wartości wypłat, dywidendy są i jeszcze długo pozostaną ważnym źródłem dochodów akcjonariuszy i czynnikiem kształtującym wartość firm i ceny ich akcji. W Stanach Zjednoczonych dywidendy stanowią 4,6% dochodów *per capita*, podczas gdy dochody kapitałowe stanowią 9,8% [8, s. 3].

Zaobserwowane tendencje na rozwiniętych rynkach pozwalają też sformułować wniosek dotyczący przewidywanych zmian strategii dywidendowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wraz z rozwojem i internacjonalizacją (wzrostem liczby i udziału spółek zagranicznych – z wysoko rozwiniętych gospodarczo krajów) rosnąć powinna zarówno skłonność do wypłat dywidend, jak również ich wartość.

Literatura

- [1] Baker M., Wurgler J., *A Catering Theory of Dividends*, „The Journal of Finance” 2004, nr 3, vol. LIX.
- [2] Bertram S.M., Brown P., How J.C.Y., Verhoeven P., *Agency Conflicts and Corporate Payout Policies: A Global Study*, University of Aucland, November 2007.
- [3] Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, tom 2, PWE, Warszawa 1997.
- [4] Chetty R., Saez E., *Do Dividends Payments Respond to Taxes? Preliminary Evidence from the 2003 Dividends Tax Cut*, NBER Working Paper Service 10572, June 2004.

- [5] Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.
- [6] Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
- [7] DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J., *Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and Consolidation of Earnings*, „Journal of Financial Economics” 2003, 72(3).
- [8] Dash S., *Introducing the S&P500 Dividend Aristocrats Index*, <http://www.dividendaristocrats.standardpoors.com>, May 2005.
- [9] Faccio M., Lang L.H.P., Young L., *Dividends and Expropriation*, „American Economic Review” 2001, 91.
- [10] Fama E.F., French K.R., *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay*, „Journal of Financial Economics” 2001, 60.
- [11] Frankfurter G.M., Wood Jr. B.G., *Dividend Policy Theories and their Empirical Tests*, www.departments.bucknell.edu/management/apfa/Hamburg%20Papers/Frankfurter.pdf.
- [12] Grullon G., Ikenberry D., *What Do We Know About Stock Repurchases?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, 13.
- [13] Grullon G., Michaely R., *The Information Content of Share Repurchases*, „The Journal of Finance” 2004, 59.
- [14] Gugler K., *Corporate Governance, Dividend Payout Policy and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investments*, „Journal of Banking and Finance” 2003, 27.
- [15] Gugler K., Yurtoglu B.B., *Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany*, „European Economic Review”.
- [16] Ikenberry D.L., Julio B., *Reappearing Dividends*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2004, 16(4).
- [17] Kowerski M., *Czy na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie są arystokraci dywidendowi?* [w:] P. Karpuś, J. Węclawski, *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2007.
- [18] La Porta R.F., Lopez-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R., *Investor Protection and Corporate Governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, nr 58.
- [19] Megginson W., von Eije H., *Dividend Policy in the European Union*, University of Oklahoma, University of Groningen, December 2006.
- [20] Renneboog L., Trojanowski G., *Control Structures and Payout Policy*, „Managerial Finance” 2006, 21.
- [21] Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków 1999.
- [22] Weston F., Siu J., *Changing Motives for Share Repurchases*, Finance Paper 3, Anderson Graduate School of Management, UCLA, 2003.
- [23] Wood A., *Death of the Dividends?*, A CFO Europe Research, CFO, <http://www.cfoeurope.com>.

DIVIDENDS STRATEGIES IN DEVELOPED FINANCIAL MARKETS

Summary

Research on dividends in developed financial markets has recently documented several characteristic phenomena and tendencies: declining propensity (fraction of payers) to pay dividends, higher propensity to pay in developed markets than in emerging, massive increase in number (and total value) of firms repurchasing their own shares, rising value (nominal and real) dividends payments, increase of the payout ratio of payers, increase of the concentration of net profits and dividends among a handful of corporations.