

**Justyna Franc-Dąbrowska**

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

## **Zjawisko wypłat dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych i w spółkach giełdowych sektora spożywczego**

### **Wstęp**

Gospodarowanie zyskiem stanowi problematykę wieloaspektowych badań na całym świecie. Największe umysły finansów podejmują próby ustalenia prawideł rządzących polityką dywidend w przedsiębiorstwach. Jest to problematyka dotychczas jednoznacznie nierozstrzygnięta, mimo obszernych analiz. Jeszcze bardziej zagadkowe i mniej rozpoznane jest zjawisko wypłat dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych. Interesujące wydaje się zatem rozpoznanie i porównanie wypłat dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych oraz w spółkach giełdowych sektora spożywczego.

Za podjętym problemem badawczym przemawiają sformułowania badaczy, którzy uznali, że wypłaty dywidendy (szerzej – polityka dywidendy) stanowią problematykę, którą trudno ująć w ścisłe ramy, a jej rozpoznanie wymaga prowadzenia dalszych badań, szczególnie z uwzględnieniem poszerzenia pola badawczego<sup>1</sup>.

### **Cel, zakres, metodyka badań**

Celem artykułu jest porównanie wypłat dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych i spółek gieł-

---

<sup>1</sup> Por. np. Gajdka J., Walińska E., 2000, Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka, t. II, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, s. 267; Antkiewicz S., 2002, Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw, Biblioteka menedżera i bankowca, Oficyna Wydawnicza „Zarządzanie i Finanse sp. z o.o. w organizacji”, Warszawa, s. 62; Czekaj J., Dresler Z., 2006, Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii, Wydanie IV, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 106; Uchman J., 2009, Wybrane uwarunkowania wypłat dywidend w firmach międzynarodowych, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 549, Ekonomiczne problemy usług nr 39, Finanse 2009 – Teoria i praktyka, Finanse przedsiębiorstw, Szczecin, s. 134.

dowych sektora spożywczego. Aby zrealizować cel pracy, sformułowano następującą hipotezę badawczą: przedsiębiorstwa rolnicze nienotowane na giełdzie papierów wartościowych realizują politykę dywidendy podobną do tej, która cechuje spółki giełdowe.

W opracowaniu zastosowano analizę porównawczą próbek przedsiębiorstw rolniczych, w których przeprowadzono wywiady kierowane według wystandaryzowanego kwestionariusza w okresie 2007/2008, oraz próbki spółek giełdowych sektora spożywczego. Analiza dotyczy okresu 2001–2007 i obejmuje wybrane miary ekonomiczno-finansowe oraz informacje o wypłatach dywidendy. W opracowaniu zastosowano standardowe metody analizy: wskaźnikową, opisową i porównawczą.

W tabeli 1 przedstawiono liczbę spółek giełdowych oraz liczbę badanych przedsiębiorstw rolniczych. Liczba spółek giełdowych zwiększała się systematycznie (zmniejszeniu uległa jedynie w 2002 i 2003 r.). Przedsiębiorstwa rolnicze stanowiły natomiast panel zbilansowany, a w każdym badanym roku dane pochodziły od tych samych przedsiębiorstw.

**Tabela 1**  
Charakterystyka badanych grup przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Lata						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Spółki giełdowe ogółem	222	217	203	230	255	284	351
Przedsiębiorstwa rolnicze	67	67	67	67	67	67	67

Źródło: Badania własne, roczniki giełdowe.

W celu scharakteryzowania badanych próbek przedsiębiorstw w tabeli 2 zaprezentowano wybrane miary pozwalające na porównanie obu grup. Z zaprezentowanych danych wynika, że porównywane próbki cechowały się zmiennymi poziomami stopy zwrotu z aktywów ogółem. Stwierdzono, że zdecydowanie wyższymi poziomami stopy zwrotu z aktywów ogółem cechowały się przedsiębiorstwa rolnicze (poza 2003 r.) – rysunek 1. Nieco inaczej prezentowała się sytuacja w wypadku stopy zwrotu z kapitału własnego, której wyższy poziom uzyskiwały spółki giełdowe – mimo że ta grupa przedsiębiorstw poniosła stratę w 2001 r. Było to spowodowane odmienną strukturą majątkową oraz kapitałową porównywanych grup przedsiębiorstw.

Podobnie w obu grupach przedsiębiorstw prezentowała się sytuacja w zakresie wskaźnika płynności szybkiej w okresie 2001–2003, kiedy oscylował on na poziomie około 1. Począwszy od 2004 r., w przedsiębiorstwach rolniczych następowało systematyczne zwiększanie poziomu tego wskaźnika do takiej wielko-

ści, która sugeruje utrzymywanie nadmiernych poziomów środków pieniężnych (sposrzczenie to zostało potwierdzone w trakcie przeprowadzania wywiadów).

Niezależnie jednak od zwiększonego poziomu wskaźnika płynności szybkiej w przedsiębiorstwach rolniczych po 2003 r., należy uznać, że porównywane grupy przedsiębiorstw nie różniły się w sposób znaczący, szczególnie w zakresie rentowności. Co więcej, szczegółowe analizy zarówno badanych przedsiębiorstw rolniczych, jak i spółek giełdowych pozwalają na stwierdzenie, że porównywane grupy przedsiębiorstw mają znacznie więcej cech wspólnych (zagadnienia te nie będą poruszane w niniejszym opracowaniu, gdyż stanowiły przedmiot analiz innych artykułów), m.in. w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym<sup>2</sup>.

**Tabela 2**

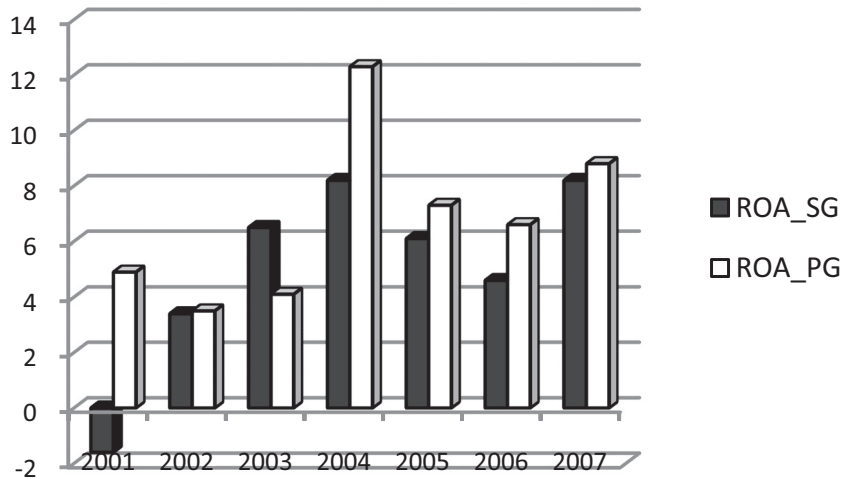
Wybrane miary charakteryzujące spółki giełdowe sektora spożywczego oraz przedsiębiorstwa rolnicze realizujące wypłaty dywidend

Wyszczególnienie	Lata						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Spółki giełdowe sektora spożywczego							
Stopa zwrotu z aktywów ogółem [%]	-1,6	3,4	6,5	8,2	6,1	4,6	8,2
Stopa zwrotu z kapitału własnego [%]	-3,3	6,8	12,2	17,8	14,0	11,1	18,1
Płynność szybka	0,7	0,9	1,1	0,7	0,9	0,7	0,7
Przedsiębiorstwa rolnicze							
Stopa zwrotu z aktywów ogółem [%]	4,9	3,5	4,1	12,3	7,3	6,6	8,8
Stopa zwrotu z kapitału własnego [%]	7,6	5,5	6,2	17,4	10,0	9,0	11,9
Płynność szybka	0,97	1,00	1,17	1,41	1,63	1,75	1,83

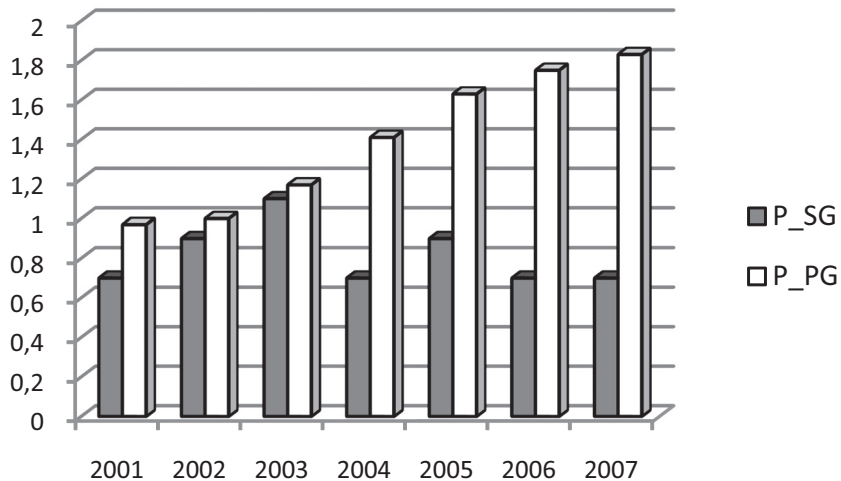
Źródło: badania własne, roczniki giełdowe, [http://www.rsg.pl/spozywczy/analiza\\_plynnoosci/analiza\\_wskaznikowa/sektor.html](http://www.rsg.pl/spozywczy/analiza_plynnoosci/analiza_wskaznikowa/sektor.html) [08.11.2009].

Na rysunku 1 zaprezentowano poziomy stopy zwrotu z aktywów ogółem. Na wykresie wyraźnie zaznaczył się znaczący wzrost poziomowi ROA w przedsiębiorstwach rolniczych w 2004 r., co było skutkiem wprowadzenia dopłat bezpośrednich do produkcji rolniczej i co wpłynęło na poprawę wyników tej grupy przedsiębiorstw.

<sup>2</sup> Por. np. Franc-Dąbrowska J., Wypłaty pieniężne z zysku a płynność finansowa w przedsiębiorstwach agrobiznesu, Prace Naukowe Nr 1174 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 163–173, oraz Franc-Dąbrowska J., Zarządzanie środkami pieniężnymi i płynnością finansową a efektywność przedsiębiorstw rolniczych, Prace Naukowe Nr 1152 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 155–165.



**Rysunek 1**  
Zmiany poziomów stopy zwrotu z aktywów ogółem  
Źródło: Opracowanie własne.



**Rysunek 2**  
Zmiany poziomów płynności szybkiej  
Źródło: Opracowanie własne.

Na rysunku 2 przedstawiono poziomy wskaźnika płynności szybkiej. Za-uważalny jest systematyczny wzrost wskaźników w przedsiębiorstwach rolni-czych, jako skutek utrzymywania środków pieniężnych „na wszelki wypadek”, czyli kierowania się motywem ostrożnościowym w tej grupie przedsiębiorstw.

## Wyniki badań

W tabeli 3 przedstawiono procentowy udział przedsiębiorstw realizujących wypłaty dywidend w porównywanych grupach przedsiębiorstw. Stwierdzono, że w spółkach giełdowych udział ten wahał się od 18,4% w 2002 r. do 32,1% w 2005 r. Podobną sytuację zaobserwowano w przedsiębiorstwach rolniczych, w których udział wypłacających dywidendy zawierał się w przedziale 19,4–34,3%. Spostrzeżenie to uprawnia do stwierdzenia, że zjawisko wypłat dywidendy w porównywanych grupach przedsiębiorstw występowało podobnie licznie, a wobec tego przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie i spółki giełdowe w zbliżonym odsetku realizują wypłaty dywidend. W tym ujęciu należy uznać, że wypłaty dywidendy nie stanowią jedynie domeny spółek giełdowych, nie są także narzędziem zarządzania wyłącznie w spółkach giełdowych. Niewystarczające wobec tego jest postrzeganie dywidendy z punktu widzenia efektu sygnalizacji czy klienteli, gdyż w badanych przedsiębiorstwach rolniczych nie występuje sprzedaż/zakup udziałów w zależności od ich wartości.

**Tabela 3**  
Udział przedsiębiorstw realizujących wypłaty dywidend

Wyszczególnienie	Lata						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Spółki giełdowe [%]	23,5	18,4	23,6	24,8	32,1	31,3	26,5
Przedsiębiorstwa rolnicze [%]	26,9	19,4	29,9	34,3	28,4	29,9	28,4

Źródło: Badania własne, roczniki giełdowe.

W tabeli 4 zaprezentowano miary, pozwalające na scharakteryzowanie skali wypłat dywidendy w porównywanych grupach przedsiębiorstw. Mimo stwierdzonych uprzednio podobieństw, zauważalne jest wyraźne zróżnicowanie kwot wypłat dywidendy w porównywanych grupach przedsiębiorstw. Skala wypłat dywidendy w spółkach giełdowych jest wielokrotnie większa niż w przedsiębiorstwach rolniczych. Zróżnicowanie to jest przede wszystkim efektem zupełnie odmiennej skali działania tych dwóch grup przedsiębiorstw. Na tę różnicę wpływ miało także to, że spółki giełdowe sektora spożywczego cechowały się przeciętnie nieco wyższą stopą dywidendy niż spółki giełdowe ogółem i przewyższały stopę dywidendy przedsiębiorstw rolniczych kilkukrotnie (nawet dziesięciokrotnie).

W efekcie przeprowadzonych badań stwierdzono także, że spółki giełdowe sektora spożywczego cechowały się wyższą potencjalną wewnętrzną stopą zwrotu. O ile jednak stopa wypłat dywidendy była wielokrotnie wyższa w spółkach giełdowych niż w przedsiębiorstwach rolniczych, to już potencjalna wewnętrzna

na stopa zwrotu spółek giełdowych przewyższała analogiczną miarę przedsiębiorstw rolniczych około dwukrotnie. Nie było więc bezpośredniego przełożenia znaczących różnic w poziomach stóp dywidendy na analogiczne różnice w poziomie wewnętrznych stóp zwrotu. Sytuacja ta wynika z tego, że na potencjalną wewnętrzną stopę zwrotu, poza stopą wypłaty dywidendy, wpływa także struktura kapitałowa przedsiębiorstw, a ta była znacznie korzystniejsza (z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego) w przedsiębiorstwach nienotowanych na giełdzie<sup>3</sup>.

**Tabela 4**  
Średnia kwota i stopa<sup>4</sup> dywidendy

Wyszczególnienie	Lata						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kwota dywidendy w spółkach giełdowych sektora spożywczego [tys. zł]	1 926	662	15 738	17 483	27 186	28 587	.
Kwota dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych [tys. zł]	117	87	67	139	81	97	163
Stopa dywidendy <sup>1</sup> w spółki giełdowych sektora spożywczego [%]	1,3	1,3	1,6	1,5	1,8	2,0	2,8
w tym sektor spożywczy	0,6	0,1	3,0	2,8	3,5	3,1	2,5
Stopa dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych [%]	0,4	0,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4
Potencjalna wewnętrzna stopa zwrotu spółek giełdowych sektora spożywczego [%]	-3,4	8,8	12,2	17,8	17,9	19,9	.
Potencjalna wewnętrzna stopa zwrotu przedsiębiorstw rolniczych [%]	6,6	4,9	5,0	15,6	9,0	7,9	11,3

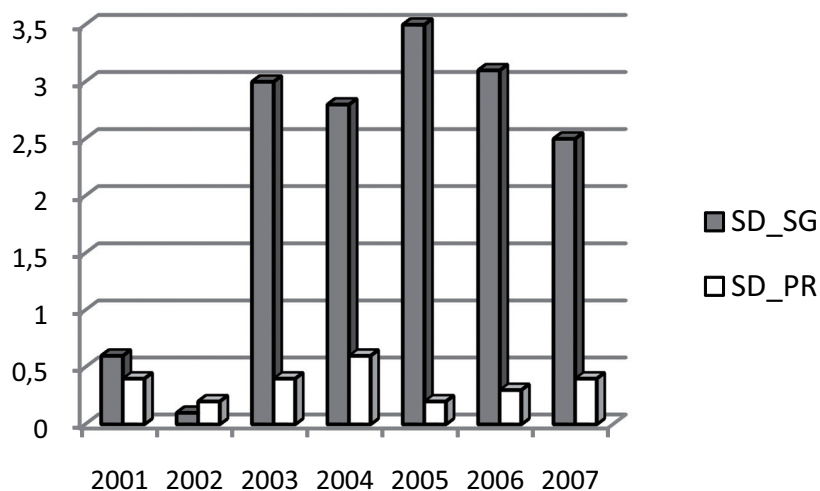
Źródło: badania własne, roczniki giełdowe.

Na rysunku 3 zaprezentowano zmiany poziomu stóp dywidendy w porównywanych grupach przedsiębiorstw. Na uwagę zasługują dwa spostrzeżenia. Po

<sup>3</sup> Por. np. Franc-Dąbrowska J., Struktura kapitału a podział zysku w spółkach giełdowych przemysłu rolno-spożywczego, Prace Naukowe Nr 48 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2009, s. 239–249.

<sup>4</sup> Stopa dywidendy określana jako udział kwoty wypłat dywidendy w zysku netto, tzw. wskaźnik wypłat dywidendy (por. Uchman J., 1998, Polityka dywidend – wybrane aspekty teoretyczne, [w:] Finanse i bankowość – dzwignie wzrostu gospodarczego, cz. II, Rynki finansowe, finanse przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin-Międzyzdroje, s. 260; Brigham E.F., Houston J.F., 2005, Podstawy zarządzania finansami, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 202; Wypych M., 2006, Polityka dywidendowa polskich spółek publicznych kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych, [w:] Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw, (red.) Zarzecki D., Szczecin, s. 125).

<sup>5</sup> Iloraz wypłaconej dywidendy w ostatnim roku i średniej wartości rynkowej spółki w badanym okresie (wyrażony w procentach) – por. Rocznik Giełdowy 2002, s. 132.

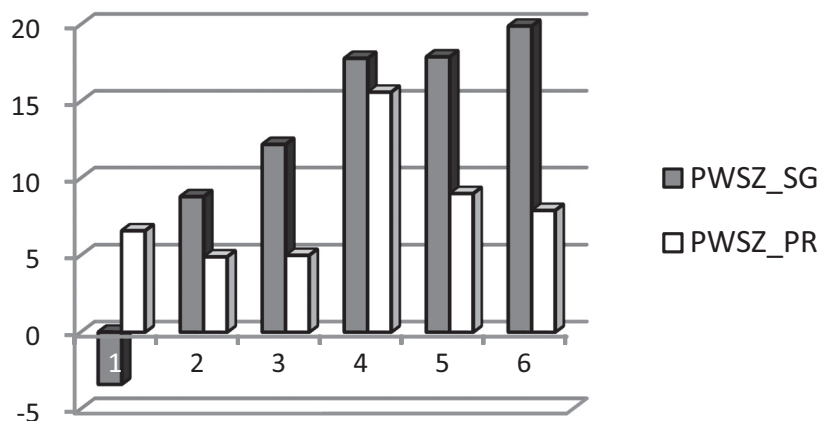


**Rysunek 3**

Zmiany poziomów stopy dywidendy

Źródło: Opracowanie własne.

pierwsze, spółki giełdowe cechuje znacznie wyższy poziom stopy dywidendy, jednak kierunek zmian poziomu tego wskaźnika jest odwrotny niż w przedsiębiorstwach rolniczych. W okresach, kiedy w przedsiębiorstwach rolniczych stopa dywidendy rośnie, tj. 2002–2004 i 2005–2007, w spółkach giełdowych poziom tego wskaźnika wyraźnie maleje. W tym zakresie występują więc znaczne różnice między porównywanymi grupami przedsiębiorstw.



**Rysunek 4**

Zmiany poziomów potencjalnej wewnętrznej stopy zwrotu

Źródło: Opracowanie własne.

Na rysunku 4 przedstawiono zmiany poziomów potencjalnej wewnętrznej stopy zwrotu. Także i ta miara różniła porównywane grupy przedsiębiorstw. Podobnie jak w wypadku stopy dywidendy, wyższymi jej poziomami cechowały się spółki giełdowe, podobnie także, jak w wypadku stopy dywidendy, zaobserwowano odwrotne kierunki zmian tego wskaźnika w porównywanych grupach przedsiębiorstw. Było to konsekwencją wpływu stopy dywidendy na poziom potencjalnej wewnętrznej stopy zwrotu, a kierunki zmian wskaźnika składowego (stopy dywidendy) uwidoczniły się także w kierunkach zmian wskaźnika głównego (potencjalnej wewnętrznej stopy zwrotu).

## Podsumowanie i wnioski

W opracowaniu przeprowadzono analizę porównawczą wybranych miar charakteryzujących rentowność, płynność i wypłaty dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych oraz w spółkach giełdowych. Stwierdzono, że część miar jest podobna, część natomiast wyraźnie różnicuje porównywane grupy przedsiębiorstw.

Porównywane grupy były podobne pod względem poziomu stopy zwrotu z aktywów ogółem, chociaż nieco wyższym jej poziomem cechowały się przedsiębiorstwa rolnicze. Z kolei nieco wyższym poziomem stopy zwrotu z kapitału własnego cechowały się spółki giełdowe. Różnice te były efektem różnic w strukturze majątkowej i kapitałowej porównywanych grup przedsiębiorstw.

Zaobserwowano zróżnicowanie w poziomie wskaźnika płynności szybkiej, jako skutek kierowania się motywem ostrożności przez przedsiębiorców rolnych i utrzymywaniem przez nich środków pieniężnych na nieco wyższym poziomie „na wszelki wypadek”. Było to z kolei konsekwencją zatorów płatniczych cechujących polską gospodarkę, szczególnie w obszarze rolnictwa.

Porównywane grupy przedsiębiorstw były podobne względem siebie, przyjmując za punkt odniesienia odsetek przedsiębiorstw realizujących wypłaty dywidendy. Wypłaty te były realizowane w podobnym odsetku przedsiębiorstw rolniczych, jak i spółek giełdowych. Ten parametr nie różnicował obydwu próbek.

Stwierdzono wyraźne różnice w poziomie stopy dywidendy oraz w poziomie potencjalnej wewnętrznej stopy zwrotu. Wyraźnie wyższym poziomem stopy dywidendy cechowały się spółki giełdowe. Można to wyjaśnić tym, że dywidenda stanowi w tej grupie przedsiębiorstw narzędzie zachęty dla inwestorów i kreowania wartości dla właścicieli. Miało to swoje odzwierciedlenie w poziomie potencjalnej wewnętrznej stopy zwrotu, której wyższe wielkości zaobserwowano właśnie w spółkach giełdowych.



Reasumując, na podstawie wybranych danych można stwierdzić, że porównywane grupy przedsiębiorstw były do siebie podobne i jednocześnie różniły się niektórymi parametrami. Różnice i podobieństwa były także widoczne w zakresie realizowanych wypłat dywidend. Nie można zatem uznać hipotezy badawczej ani za prawdziwą, ani za fałszywą; można uznać, że w odniesieniu do części zmiennych charakteryzujących politykę dywidendy hipoteza została potwierdzona, w odniesieniu do części natomiast nie.

## Literatura

- ANTKIEWICZ S., *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Biblioteka menedżera i bankowca, Oficyna Wydawnicza „Zarządzanie i Finanse sp. z o.o. w organizacji”, Warszawa 2000.
- BRIGHAM E.F., HOUSTON J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
- CZEKAJ J., DRESLER Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydanie IV, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- FRANC-DĄBROWSKA J., *Wypłaty pieniężne z zysku a płynność finansowa w przedsiębiorstwach Agrobiznesu*, Prace Naukowe Nr 1174 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007.
- FRANC-DĄBROWSKA J., *Zarządzanie środkami pieniężnymi i płynnością finansową a efektywność przedsiębiorstw rolniczych*, Prace Naukowe Nr 1152 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007.
- FRANC-DĄBROWSKA J., *Struktura kapitału a podział zysku w spółkach giełdowych przemysłu rolno-spożywczego*, Prace Naukowe Nr 48 Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2009.
- GAJDKA J., WALIŃSKA E., *Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka*, t. II, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Rocznik Giełdowy*, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Warszawa 2002.
- UCHMAN J., *Polityka dywidend – wybrane aspekty teoretyczne*, [w:] *Finanse i bankowość – dzwignie wzrostu gospodarczego*, cz. II, Rynki finansowe, finanse przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin-Międzyzdroje 1998.
- UCHMAN J., *Wybrane uwarunkowania wypłat dywidend w firmach międzynarodowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 549, Ekonomiczne problemy usług nr 39, Finanse 2009 – Teoria i praktyka, Finanse przedsiębiorstw, Szczecin 2009.
- WYPYCH M., *Polityka dywidendowa polskich spółek publicznych kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych*, [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, [red.] Zarzecki D., Szczecin 2006.

# **Payment of dividend in agricultural enterprises and stock companies in food sector**

## **Abstract**

The article discusses payment of dividend in agricultural enterprises and stock companies in food sector. That compared groups of enterprises owned similar features in range of payment of dividend equal, as well as distinct differences took a stand. It regard investigative hypothesis as verified to part ultimately only positively.