

Justyna Franc-Dąbrowska

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

STRUKTURA KAPITAŁU A PODZIAŁ ZYSKU W SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH PRZEMYSŁU ROLNO-SPOŻYWCZEGO

1. Wstęp

Wiele czynników wpływa na decyzję w zakresie kształtowania najkorzystniejszej struktury źródeł finansowania działalności¹. Równie długa lista zmiennych dotyczy decyzji związanych z wyborem polityki dywidend. Wydaje się, że obydwie te zagadnienia pozostają w ścisłej współzależności.

Z jednej strony dążenie do zwiększenia udziału kapitału własnego w strukturze finansowania działalności skutkuje zwiększeniem obciążenia podatkowego przyszłych przepływów operacyjnych, z drugiej jednak strony wzrost stopnia samofinansowania powoduje zmniejszenie ryzyka bankructwa przedsiębiorstwa, a firma staje się bardziej wiarygodna w oczach wierzycieli [Duliniec 1998, s. 25]. Dążenie do zwiększenia udziału kapitału własnego wiąże się z koniecznością przeznaczania wypracowanego zysku netto na tenże kapitał, a nie na wypłatę dywidend (bądź przekazania części zysku na zasilenie kapitału własnego, a części na wypłatę dywidend). Zaletą dywidend jest jednak fakt, że wypłacane są one z zysku netto (po opodatkowaniu), nie wpływają więc na zwiększenie wartości zobowiązań podmiotu. Dywidendy wypłacane akcjonariuszom podlegają opodatkowaniu indywidualnemu, natomiast zyski zatrzymane powiększają kapitał własny przedsiębiorstwa. Ideą pozostawienia zysku w celu zasilenia kapitału własnego jest rozwój przedsiębiorstwa oraz dążenie do zwiększenia jego wartości w przyszłości [Duraj 1996, s. 197-198; Duliniec 1998, s. 23; 2007, s. 43].

Przeprowadzone dotychczas badania skłaniają do przyjęcia tezy, iż przedsiębiorcy w decyzjach dotyczących kształtowania struktury kapitału i wyboru polityki dywidend kierują się teorią hierarchii, przyjmując za najkorzystniejsze finansowanie działalności wewnętrznymi źródłami finansowania. Z drugiej strony część inwesto-

¹ Na potrzeby artykułu przyjęto uproszczenie i zamiennie stosuje się sformułowanie: źródła finansowania i struktura kapitału.

rów oczekuje realizacji zysków w postaci dywidend. Może istnieć więc rozbieżność w zakresie dwóch celów finansowych przedsiębiorstwa: optymalizacji struktury kapitału i wyboru polityki dywidend.

Zdaniem Duliniec [2007, s. 43]: „W swoich decyzjach dywidendowych przedsiębiorstwo może również kierować się optymalizacją struktury kapitału”. W sytuacji, w której nie jest konieczne powiększanie kapitału własnego i realizacja zamierzeń inwestycyjnych (bądź jest ona możliwa z dotychczas posiadanego kapitału), mogą być podejmowane decyzje o realizacji wypłat pieniężnych z zysku, z przeznaczeniem na dywidendy. W tej sytuacji nie będzie zachodził konflikt w decyzjach finansowych dotyczących wyboru źródeł finansowania działalności i polityki dywidend.

Biorąc pod uwagę, iż istnieją trzy szkoły dywidendowe: neutralna, antydywidendowa i prodywidendowa [Sierpińska 1999, s. 131; Duraj 2002, s. 124; Duliniec 2007, s. 40], przyjmuje się w teorii finansów, iż nie ma jednego, doskonałego rozwiązania w tym zakresie. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku kształtowania struktury kapitału, a problem jej optymalizacji nie został rozstrzygnięty do dzisiaj [Modigliani, Miller 1961, s. 411-433]. Co prawda, jak zauważają Franc [2003, s. 28-42], Sierpińska i Jachna [2004, s. 319] oraz inni autorzy, dla każdego przedsiębiorstwa istnieje optymalna struktura kapitału, jednak wyznaczenie jej w praktyce napotyka wiele trudności.

Powszechnie przyjmuje się, że najbardziej bezpieczny rozwój przedsiębiorstwa może być oparty na kapitałach własnych wypracowanych w toku prowadzonej działalności [Kowalczyk, Kusak 2006, s. 273]. W sytuacji jednak deficytu kapitałów własnych realizacja rozwoju na podstawie wewnętrznych źródeł finansowania może być ograniczona bądź niemożliwa. Stąd ważnym zagadnieniem wydaje się rozpatrzenie zależności między kształtowaniem struktury kapitału a polityką dywidend w aspekcie praktycznym.

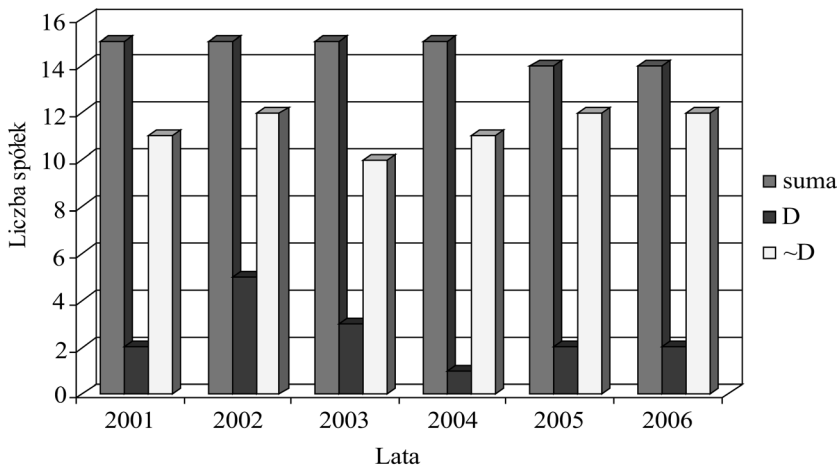
2. Cel, metodyka i zakres badań

Celem opracowania jest zweryfikowanie przypuszczenia, że struktura kapitału stanowi czynnik determinujący decyzję o podziale zysku w spółkach giełdowych przemysłu rolno-spożywczego. Ocenie poddano sektor rolno-spożywczy jako kluczowy z punktu widzenia bezpieczeństwa żywnościowego gospodarki. Aby osiągnąć cel, sformułowano hipotezę badawczą: dążenie do zwiększania stopnia samofinansowania działalności wpływa na decyzję o niewypłacaniu z zysku dywidend w spółkach giełdowych sektora rolno-spożywczego².

Próbie badawczą stanowiły spółki giełdowe przemysłu rolno-spożywczego w latach 2001-2006. Aby przeprowadzić analizy, podzielono spółki na grupę jednostek podejmujących decyzje o wypłacie dywidendy, oznaczonych jako „D”, i gru-

² W aspekcie zróżnicowanego podejścia do wyboru polityki dywidend w ramach istniejących szkół dywidendowych hipoteza ta nie stanowi pewnika.

pe, w której nie realizowano wypłat pieniężnych z zysku, oznaczonych jako „~D”. Ponieważ w kolejnych latach inna była liczba spółek wypłacających dywidendę, w poszczególnych okresach badawczych próbki są zmienne. Jest to spójne z przyjętym celem badawczym, gdyż uznanie za słuszne założenia teorii hierarchii, w której kierownictwo preferuje finansowanie działalności kapitałem własnym, w zależności od wartości i tempa przyrostu kapitału własnego w kolejnych latach, mogło determinować decyzje o wypłacie, bądź nie, dywidendy. Liczbę spółek oraz ich strukturę w ujęciu na jednostki realizujące wypłaty z zysku lub nierealizujące ich zaprezentowano na rys. 1.



D – spółki wypłacające dywidendę, ~D – spółki niewypłacające dywidendy, suma – łączna liczba spółek.

Rys. 1. Struktura spółek giełdowych sektora rolno-spożywczego w zależności od wypłaty dywidendy w latach 2001-2006

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwał o podziale zysku.

Aby osiągnąć cel badawczy, przeprowadzono porównawczą analizę opisową i wskaźnikową. Następnie przeprowadzono analizę współczynników korelacji oraz test na różnicę średnich z podziałem na spółki wypłacające dywidendę lub niewypłacające jej.

3. Wyniki badań i dyskusja

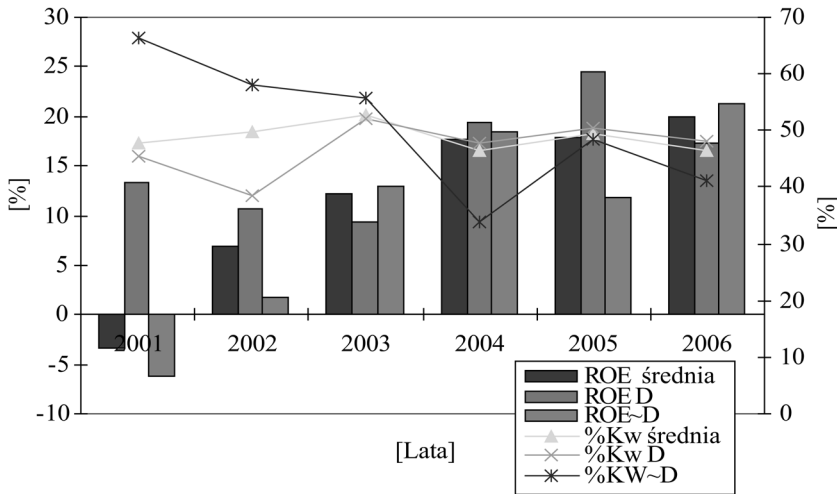
W tabeli 1 zaprezentowano średnie wartości wskaźników, które charakteryzują spółki giełdowe przemysłu rolno-spożywczego w podziale na wypłacające dywidendę i niewypłacające dywidendy w latach 2001-2006. W badanym okresie wzrosła średnia wartość stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE): z ok. -3% do blisko 20%.

Wyraźne zróżnicowanie wartości wskaźnika między grupami zaobserwowano w 2001 r. i 2002 r. W tym czasie zdecydowanie niższy poziom stopy zwrotu z kapitału własnego charakteryzował spółki, które nie realizowały wypłat pieniężnych z zysku. W 2001 r. spółki, które nie podjęły decyzji o wypłacie dywidendy, poniosły średnio po 6 groszy straty na każdej zaangażowanej złotówce kapitału własnego. W 2002 r. spółki, w których realizowano wypłaty z zysku, uzyskały średni poziom wskaźnika ROE 6-krotnie wyższy niż porównywana grupa przedsiębiorstw. Zdecydowanie mniejsze dysproporcje zaobserwowano w 2004 r., gdy różnica w wartości wskaźnika stopy zwrotu z kapitału własnego wyniosła 1,84 punktu procentowego (p.p.) na korzyść spółek, które wypłacały dywidendę, oraz w 2005 r., gdy spółki wypłacające dywidendę uzyskały ROE dwukrotnie wyższy od spółek jej niewypłacających. Interesujące zjawisko wystąpiło w 2003 r. i 2006 r., kiedy to jednostki nierealizujące wypłat pieniężnych z zysku wypracowały wyższe stopy zwrotu z kapitału własnego (odpowiednio o 3,51 p.p. i 4,00 p.p.). Generalnie więc to spółki o wyższym poziomie rentowności kapitału własnego podejmowały decyzje o wypłacie dywidendy.

Jednym z ważnych wyznaczników struktury kapitału jest udział kapitału własnego w finansowaniu działalności. Powszechnie (choć są liczne odstępstwa od tej reguły [Franc 2003, s. 161]) uznaje się, że granicą bezpieczeństwa jest relacja 1:1 kapitału własnego do długu. Stwierdzono, że średnio spółki giełdowe sektora rolno--spożywczego kształtowały stopień samofinansowania poniżej granicy bezpieczeństwa. W badanym okresie wyraźnie widoczne są dwa podokresy. W latach 2001-2003 spółki, które nie podejmowały decyzji o wypłacie dywidendy, utrzymywały poziom kapitału własnego powyżej 50%, jednak udział tego źródła finansowania zmniejszał się systematycznie (o ponad 10 p.p.). W tym czasie średni udział samofinansowania w spółkach realizujących wypłaty pieniężne z zysku wyniósł 45%. Różnica w udziale kapitału własnego w strukturze kapitału sięgała 15%. Jednak począwszy od 2004 r., nastąpiła wyraźna redukcja własnych źródeł finansowania działalności w spółkach niewypłacających dywidendy, nawet do niespełna 34% w 2004 r. Należy pamiętać, że w grupie podmiotów, które nie realizowały wypłat pieniężnych z zysku, były też spółki, które ponosiły straty, a więc znajdowały się w gorszej sytuacji finansowej. Analiza udziału kapitału własnego wskazuje również na znacznie większą amplitudę wahań stopnia samofinansowania działalności w spółkach, w których nie wypłacano dywidendy, co wydaje się zjawiskiem mniej korzystnym (z punktu widzenia stabilizacji sytuacji finansowej podmiotu gospodarczego). Omówione spostrzeżenia mają swoje odzwierciedlenie w wartościach ROE, a ich graficzną prezentację przedstawiono na rys. 2.

Kolejnym elementem struktury kapitału są rezerwy na zobowiązania, jednak ich udział w finansowaniu działalności badanych podmiotów był relatywnie niewielki. Średnio udział rezerw na zobowiązania wahał się od 3,8% w 2002 r. do 2% w 2005 r. W latach 2002-2003 i 2006 r. wyższy poziom cechował spółki niewypłacające dywidend. Podobnie jak w przypadku udziału kapitału własnego również udział rezerw

wykazywał się mniejszą amplitudą wahań w spółkach podejmujących decyzje o wypłacie dywidendy³.



ROE średnia – średnia wartość ROE dla całej populacji, ROE D – poziom ROE w spółkach wypłacających dywidendę, ROE~D – poziom ROE w spółkach niewypłacających dywidendy, % Kw średnia – udział kapitału własnego w pasywach ogółem dla całej populacji, % KwD – udział kapitału własnego w strukturze kapitałów w spółkach wypłacających dywidendę, % Kw~D – udział kapitału własnego w strukturze kapitałów w spółkach niewypłacających dywidendy.

Rys. 2. Stopień samofinansowania a stopa zwrotu z kapitału własnego w spółkach giełdowych sektora rolno-spożywczego w zależności od wypłaty dywidendy w latach 2001-2006

Źródło: opracowanie własne.

Uzupełnieniem kapitału własnego są obce źródła finansowania. Do najbezpieczniejszych zaliczamy zobowiązania długoterminowe. W badanych spółkach stopień zadłużenia długoterminowego wyniósł średnio ok. 10,4% i poza 2002 r. był stosunkowo stabilny. Zdecydowanie wyższym poziomem zobowiązań długoterminowych cechowały się podmioty realizujące wypłaty dywidendy. Średnio ich poziom zadłużenia długoterminowego wyniósł 12%, podczas gdy spółek porównywanych 4,6%. Począwszy od 2004 r., zdecydowanie wyższy udział kapitału stałego w finansowaniu działalności cechował podmioty podejmujące decyzje o wypłatach dywidendy. Można więc uznać (podobnie jak w przypadku analizy wartości stopy zwrotu z kapitału własnego), że podmioty realizujące wypłatę dywidendy cechowały się lepszą kondycją finansową.

³ Szczegółowe badania na temat zależności między wartością rezerw a kwotą wypłacanych dywidend przeprowadziła Duraj [2005, s. 38-41].

Częstym przejawem trudności finansowych firmy jest nagły wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych. Spółki giełdowe przemysłu rolno-spożywczego cechowały się stabilnym poziomem zobowiązań krótkoterminowych. W latach 2001-2006 wyniósł on średnio 35% i nie wykazywał znacznych wahań. Zaobserwowano jednak zróżnicowanie pomiędzy porównywanymi grupami przedsiębiorstw. W latach 2001-2003 wyższym poziomem krótkoterminowych źródeł finansowania cechowały się podmioty wypłacające dywidendę. Począwszy od 2004 r. nastąpiła zmiana relacji. Uwagę zwraca niemal dwukrotnie wyższy udział zobowiązań krótkoterminowych w 2004 r. w grupie spółek niewypłacających dywidendy (ponad 60%), a także przeszło 50-procentowy w roku 2006 (ponad 55%), co może sugerować trudności płatnicze w tych latach w grupie podmiotów nierealizujących wypłat dywidendy.

Tabela 1. Średnie wartości wskaźników charakteryzujące strukturę kapitału spółek przemysłu rolno-spożywczego w podziale na wypłacające dywidendę i niewypłacające dywidendy w latach 2001-2006 [%]

Wyszczególnienie	Dane za lata					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Stopa zwrotu z kapitału własnego średnia	-3,32	6,81	12,23	17,77	17,92	19,88
Stopa zwrotu z kapitału własnego D	13,25	10,60	9,37	19,47	24,53	17,23
Stopa zwrotu z kapitału własnego ~D	-6,16	1,72	12,88	17,63	11,86	21,23
Udział kapitału własnego w pasywach ogółem średnia	47,79	49,66	52,77	46,31	49,44	46,40
Udział kapitału własnego w pasywach ogółem D	45,60	38,47	52,11	47,72	50,29	48,15
Udział kapitału własnego w pasywach ogółem ~D	66,42	58,08	55,87	33,97	48,54	41,09
Udział rezerw na zobowiązania w pasywach ogółem średnia						
Udział rezerw na zobowiązania w pasywach ogółem D	3,69	3,81	2,13	3,25	2,00	2,50
Udział rezerw na zobowiązania w pasywach ogółem ~D	3,87	2,03	1,96	3,54	3,77	2,35
Udział rezerw na zobowiązania w pasywach ogółem ~D	2,14	5,15	2,92	0,79	0,15	2,95
Udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem średnia	10,32	5,58	9,18	9,92	14,49	12,66
Udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem D	11,53	10,43	9,25	10,98	13,17	16,76
Udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem ~D	0,03	1,93	8,82	0,65	15,88	0,18
Udział zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem średnia	34,76	37,48	33,67	37,81	32,31	36,96
Udział zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem D	35,31	46,87	34,14	34,94	29,34	30,78
Udział zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem ~D	30,13	30,41	31,45	62,89	35,42	55,73

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki zależności korelacyjnych między kwotą wypłaty dywidendy a strukturą kapitału. W badanym okresie zaobserwowano zróżnicowane statystycznie zależności między kwotą wypłacanej dywidendy a wyróżnikami struktury kapitału: udziałem kapitału własnego, udziałem rezerw na zobowiązania, udziałem zobowiązań długo- i krótkoterminowych. Wartości współczynników korelacji wskazują na relatywnie wysoki poziom zależności między kwotą wypłaty dywidendy a udziałem kapitału własnego w strukturze kapitału w 2002 r. i 2004 r. Również silne zależności stwierdzono w przypadku relacji: kwota wypłaty dywidendy a udział rezerw na zobowiązania w 2001 r., w 2002 r. oraz w 2005 r., co stanowi potwierdzenie badań Duraj [2005, s. 38-41]. Współczynniki korelacji największej wartości zaobserwowano w przypadku zależności między kwotą wypłaty dywidendy a udziałem zadłużenia długoterminowego w 2005 r. (0,88) oraz kwotą wypłaty dywidendy a udziałem zobowiązań krótkoterminowych w 2002 r. (-0,82).

Tabela 2. Wartości współczynników korelacji obliczonych dla wybranych zmiennych charakteryzujących powiązania między kwotą wypłaty dywidendy a wyróżnikami struktury kapitału dla spółek giełdowych sektora rolno-spożywczego w latach 2001-2006 [%]

Wyszczególnienie	Dane za lata*				
	2001	2002	2003	2004	2005
Kwota wypłaty dywidendy a udział kapitału własnego w pasywach ogółem	-0,08	0,61	0,15	0,59	0,37
Kwota wypłaty dywidendy a udział rezerw na zobowiązania w pasywach ogółem	0,80	-0,65	0,16	0,13	-0,67
Kwota wypłaty dywidendy a udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem	0,32	0,09	-0,12	0,28	0,88
Kwota wypłaty dywidendy a udział zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem	-0,33	-0,82	-0,21	-0,46	-0,64

* Niemożliwe jest oszacowanie współczynników korelacji w 2006 r. ze względu na zbyt małą liczbę ważnych przypadków.

Oznaczone współczynniki korelacji są istotne z $p < 0,05$.

Źródło: opracowanie własne.

Aby uszczegółowić analizę, przeprowadzono testy na różnicę średnich w spółkach przemysłu rolno-spożywczego z uwzględnieniem podziału na podmioty wypłacające dywidendę i jej niewypłacające, a wyniki obliczeń zaprezentowano w tab. 3. W 2001 r. czynnikiem, który różnicował podmioty realizujące wypłaty pieniężne z zysku i nieprzeznaczające zysku na wypłatę dywidendy, był stopień samofinansowania działalności (p -value 0,0243). Udział kapitału własnego w strukturze kapitału okazał się czynnikiem istotnym statystycznie w decyzjach o przeznaczeniu zysku. W tej sytuacji można uznać, że istnieje zależność pomiędzy decyzjami z zakresu kształtowania struktury kapitału i wyboru polityki dywidend. W pozostałych latach

Tabela 3. Zróżnicowanie wybranych wskaźników charakteryzujących strukturę kapitału spółek przemysłu rolno-spożywczego z podziałem na przedsiębiorstwa wypłacające dywidendę i jej niewypłacające – wyniki testu na różnicę średnich

Wyszczególnienie	Średnia dla próbkki [%]		<i>t</i>	<i>p-value</i>	Istotność różnic
	D	~D			
2001 r.					
Stopa zwrotu z kapitału własnego	13,25	-6,16	0,65061	0,525834	Nie
Udział kapitału własnego	45,60	66,42	2,54728	0,024317	Tak
Udział rezerw na zobowiązania	3,87	2,14	0,08749	0,931614	Nie
Udział zobowiązań długoterminowych	11,53	0,03	-1,37903	0,191151	Nie
Udział zobowiązań krótkoterminowych	35,31	30,13	-1,60998	0,131406	Nie
2002 r.					
Stopa zwrotu z kapitału własnego	10,60	1,72	0,83430	0,419178	Nie
Udział kapitału własnego	38,47	58,08	1,62863	0,127371	Nie
Udział rezerw na zobowiązania	2,03	5,15	1,14680	0,272134	Nie
Udział zobowiązań długoterminowych	10,43	1,93	-0,82848	0,422349	Nie
Udział zobowiązań krótkoterminowych	46,87	30,41	-1,29646	0,217359	Nie
2003 r.					
Stopa zwrotu z kapitału własnego	9,37	12,88	-0,14818	0,884478	Nie
Udział kapitału własnego	52,11	55,87	1,37169	0,193371	Nie
Udział rezerw na zobowiązania	1,96	2,92	1,05520	0,310551	Nie
Udział zobowiązań długoterminowych	9,25	8,82	-0,55567	0,587873	Nie
Udział zobowiązań krótkoterminowych	34,14	31,45	-1,43365	0,175285	Nie
2004 r.					
Stopa zwrotu z kapitału własnego	19,47	17,63	-0,29652	0,771516	Nie
Udział kapitału własnego	47,72	33,97	0,47814	0,640488	Nie
Udział rezerw na zobowiązania	3,54	0,79	0,77104	0,454469	Nie
Udział zobowiązań długoterminowych	10,98	0,65	1,18011	0,259099	Nie
Udział zobowiązań krótkoterminowych	34,94	62,89	-1,46289	0,167253	Nie
2005 r.					
Stopa zwrotu z kapitału własnego	24,53	11,86	0,31668	0,756928	Nie
Udział kapitału własnego	50,29	48,54	0,32173	0,752775	Nie
Udział rezerw na zobowiązania	3,77	0,15	0,38813	0,257541	Nie
Udział zobowiązań długoterminowych	13,17	15,88	0,48818	0,633555	Nie
Udział zobowiązań krótkoterminowych	29,34	35,42	-1,60992	0,131419	Nie
2006 r.					
Stopa zwrotu z kapitału własnego	17,23	21,33	0,06360	0,950254	Nie
Udział kapitału własnego	48,15	41,09	0,26105	0,798875	Nie
Udział rezerw na zobowiązania	2,35	2,95	0,23887	0,815599	Nie
Udział zobowiązań długoterminowych	16,76	0,18	1,33585	0,208579	Nie
Udział zobowiązań krótkoterminowych	30,78	55,73	-2,38032	0,036481	Tak

Źródło: opracowanie własne.

jednak parametr ten nie różnicował badanych grup przedsiębiorstw w sposób istotny statystycznie. Nie została więc potwierdzona hipoteza badawcza.

Również pozostałe wyznaczniki struktury kapitału nie zostały określone jako istotne statystycznie czynniki, które miałyby wpływ na realizowanie polityki wypłaty dywidendy bądź nie. Drugim czynnikiem, który oprócz udziału kapitału własnego został wyspecyfikowany jako istotny statystycznie, różnicujący badane grupy, był udział zobowiązań krótkoterminowych w 2006 r. (*p-value* 0,0365). Był to jednak jedyny rok, w którym zobowiązania krótkoterminowe okazały się czynnikiem istotnym statystycznie. Pewne zdziwienie wywołuje brak istotności statystycznej w przypadku poziomu finansowania działalności zobowiązaniami długoterminowymi oraz wysokości stopy zwrotu z kapitału własnego. W analizie opisowej czynniki te wydawały się znacznie różnicować badane grupy. Ostatecznie jednak nie można uznać ich za czynniki istotne statystycznie w podejmowaniu decyzji o wypłacie dywidendy.

4. Podsumowanie

- Z przeprowadzonych badań wynika, że struktura kapitału była zróżnicowana w czasie oraz między grupą przedsiębiorstw realizujących wypłaty dywidendy oraz grupą dywidend niewypłacających. Średnio wyższym stopniem samofinansowania (choć o większej amplitudzie wahań) cechowały się spółki niewypłacające dywidendy. Jednocześnie w podmiotach tych zdecydowanie niższy był poziom zadłużenia długoterminowego, co dało łącznie niższy poziom kapitału stałego w grupie przedsiębiorstw nierealizujących wypłat pieniężnych z zysku. Z punktu widzenia rozwoju sektora rolno-spożywczego zjawisko to należy uznać za korzystne, gdyż większy stopień samofinansowania oznacza większe bezpieczeństwo finansowe, szczególnie w okresie kryzysu finansowego.
- Miało to swoje odzwierciedlenie w wysokości stopy zwrotu z kapitału własnego, która średnio wyższa była w spółkach realizujących wypłaty dywidendy. Uwagę zwraca fakt, że w spółkach, które nie wypłacały dywidendy, nastąpił wyraźny wzrost rentowności kapitału własnego w okresach, w których zmniejszył się stopień samofinansowania działalności. Nie można tego zjawiska ocenić jako korzystnego z punktu widzenia kondycji finansowej tej grupy przedsiębiorstw. Stwierdzono, że stopa zwrotu z kapitału własnego nie może stanowić podstawy jednoznacznego wnioskowania o efektywności zaangażowania kapitału własnego w spółkach kapitałowych sektora rolno-spożywczego ze względu na zróżnicowanie w zakresie realizowanej polityki dywidend oraz struktury kapitału.
- Niepokojącym zjawiskiem wydaje się wysoki poziom zobowiązań krótkoterminowych w 2004 r. i 2006 r., a także wysoka amplituda ich wahań, które sugerują trudniejszą sytuację finansową podmiotów nierealizujących wypłat pieniężnych z zysku, chociaż czynnik ten nie został uznany za istotny statystycznie.
- Przeprowadzona analiza korelacji wskazała na zróżnicowaną siłę zależności pomiędzy badanymi czynnikami. Najsilniejsze zależności zaobserwowano między

kwotą wypłaty dywidendy a udziałem kapitału własnego w 2002 r. i 2004 r., kwotą wypłaty dywidendy a poziomem rezerw w latach 2001-2002 oraz w 2005 r., a także kwotą wypłaty dywidendy a udziałem zobowiązań długoterminowych w 2005 r. i udziałem zobowiązań krótkoterminowych w 2002 r. i 2005 r.

- Przeprowadzony test na różnicę średnich wykazał, iż jedynie udział kapitału własnego w 2001 r. oraz udział zobowiązań krótkoterminowych w 2006 r. były czynnikami istotnymi statystycznie, różnicującymi grupę spółek wypłacających dywidendę i niewypłacających jej. Z tego względu z punktu widzenia rozwoju i bezpieczeństwa finansowego spółek kapitałowych sektora rolno-spożywczego powinno się zadbać o możliwie wysoki stopień samofinansowania działalności.
- Reasumując, stwierdzono występowanie istotnych statystycznie zależności pomiędzy wyróżnikami polityki dywidend i struktury kapitału. Nie stwierdzono natomiast znacznego zróżnicowania pomiędzy badanymi grupami przedsiębiorstw. Uznano więc, że decyzje w zakresie kształtowania optymalnej struktury kapitału oraz wyboru polityki dywidend są od siebie zależne, nie różnicują one jednak spółek giełdowych sektora rolno-spożywczego w przypadku ich podziału na wypłacające dywidendę i nierealizujące wypłat pieniężnych z zysku.

Literatura

- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Duraj A.N., *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Duraj A.N., *Próba uogólnienia badań empirycznych nad czynnikami realizacji polityki wypłat dywidendy przez giełdowe spółki akcyjne (I)*, „Przegląd Organizacji” nr 10, Warszawa 2001a.
- Duraj A.N., *Próba uogólnienia badań empirycznych nad czynnikami realizacji polityki wypłat dywidendy przez giełdowe spółki akcyjne (II)*, „Przegląd Organizacji” nr 11, Warszawa 2001b.
- Duraj A.N., *Wpływ rezerw na zobowiązania długoterminowe w kształtowaniu polityki dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, „Przegląd Organizacji” 2005 nr 6.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Franc J., *Struktura kapitału w procesie rozwoju przedsiębiorstw rolniczych*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003.
- Kowalczyk J., Kusak A., *Decyzje finansowe firmy. Metody analizy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Modigliani F., Miller M.H., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „The Journal of Business” 1961 nr 4 (June).
- Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „The American Economic Review” 1958 nr 3 (June).
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

CAPITAL STRUCTURE AND PROFIT DIVISION IN STOCK COMPANIES OF THE AGRICULTURAL – FOODSTUFF INDUSTRY

Summary

Studies concerning the relationships between forming the capital structure and the realized policy of dividend payment were conducted in this article. The following research hypothesis was verified: aiming to increase the degree of self-financing of activity has an impact on decisions about not paying profit from dividends in stock companies of the agricultural-foodstuff industry. This hypothesis was rejected. Studies concerned the period of 2001-2006 and they included a homogeneous sample of public joint-stock companies of the agricultural-foodstuff sector. These studies are representative. The ratio comparative analysis, descriptive analysis of correlation factors as well as test on the mean difference were applied in these studies.