

# Justyna Franc-Dąbrowska

---

## Czynniki realizacji polityki dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 197-204

---

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JUSTYNA FRANC-DĄBROWSKA

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

## CZYNNIKI REALIZACJI POLITYKI DYWIDEND W PRZEDSIĘBIORSTWACH ROLNICZYCH<sup>1</sup>

### Wprowadzenie

Polityka dywidend stanowi jeden z trudniejszych obszarów decyzyjnych kierownictwa przedsiębiorstw. W literaturze znane są różne podejścia do polityki dywidendy<sup>2</sup>. Mimo licznych badań, nie ma jednoznacznych rozstrzygnięć w zakresie wyboru najkorzystniejszej dla przedsiębiorstwa polityki dywidend. Z jednej strony wypłata dywidendy powoduje bowiem uszczuplenie kapitału własnego i zmniejszenie dostępności środków na inwestycje. Jeżeli jednak proces inwestycyjny nie wymaga znaczących nakładów, wypłata dywidendy nie musi z tą grupą decyzji konkurować. Dodatkowo udziałowcy (akcjonariusze), którzy otrzymają korzyści z tytułu posiadanych udziałów (akcji) w postaci dywidendy mogą czuć się usatysfakcjonowani zyskownością zainwestowanego w działalność gospodarczą kapitału. Z drugiej strony wypłata dywidendy, mająca konsekwencje w przepływie środków pieniężnych może spowodować pogorszenie płynności finansowej, z którą wiele przedsiębiorstw w Polsce ma okresowe trudności. Generalnie, z badań wynika, że większość spółek kapitałowych nie wypłaca dywidendy<sup>3</sup>. Podobnie sytuacja prezentuje się w przedsiębiorstwach rolniczych, w których w około 25–30% realizuje się wypłaty dywidendy.

Przedsiębiorstwa rolnicze oceniane są zazwyczaj jako jednostki cechujące się swoistą specyfiką, gdyż wykorzystują w procesie produkcji naturalne właściwości roślin i zwierząt, a ich wyniki finansowe bezpośrednio uzależnione są od czynników biologicznych. Autorka stoi jednak na stanowisku, że przedsiębiorstwa rolnicze, jak każdy inny podmiot gospodarczy muszą sprostać finansowym wymogom rynku, powinny więc być oceniane jak

<sup>1</sup> Artykuł przygotowany w ramach realizacji habilitacyjnego projektu badawczego pt.: „Gospodarowanie zyskiem a sytuacja finansowa przedsiębiorstw rolniczych” N11300732/303.

<sup>2</sup> Por. F. Modigliani, M.H. Miller: *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. „The Journal of Business” 1961, nr 4, s. 411–433; F. Modigliani, M.H. Miller: *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. „The American Economic Review” 1958, nr 3, s. 261–297; M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków; A.N. Duraj: *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

<sup>3</sup> A. Szablewski: *Dywidenda i wykup akcji*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 59; M. Sierpińska: *Zysk na kawalki*. „Dziennik Polski” z 15.05.2000 r.

inne podmioty gospodarcze<sup>4</sup>. To podejście stosowane jest również przez autorkę w ocenie polityki dywidend realizowanej w przedsiębiorstwach rolniczych. Relatywnie prostym zadaniem jest określenie mierników i wskaźników finansowych charakteryzujących politykę dywidend. Niewątpliwie słuszne jest spostrzeżenie Damodarana, że decyzje o ograniczeniu dywidendy podejmowane są, gdy spółki dokonywały trafnych wyborów inwestycyjnych i miały korzystne projekty inwestycyjne, jednak praktyka dowodzi, że spółki wypłacają dywidendę także w trakcie realizacji rentownych projektów inwestycyjnych<sup>5</sup>. Wypłata dywidend stanowi więc element procesu decyzyjnego i nie zawsze wynika z sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Mniej wymierne i rzadziej spotykane jest podejście, w którym ocenie poddawane są decyzje wpływające na politykę wypłaty dywidendy. Ten aspekt polityki dywidend poruszył w swoich badaniach Lintner<sup>6</sup>, a jeden z wniosków, który dotyczy niechęci menedżerów do podejmowania decyzji o zmianie dywidendy, w przedsiębiorstwach rolniczych można rozszerzyć na stwierdzenie o niechęci do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy w ogóle. Z badań autorki wynika bowiem, że wypłaty dywidendy nie różnicują sytuacji finansowej przedsiębiorstw rolniczych, a sytuacja finansowa tej grupy podmiotów gospodarczych nie ma znaczenia przy podejmowaniu decyzji o wypłacie dywidendy. Istotnym natomiast jest podejście (opinia) kierownictwa przedsiębiorstwa do decyzji w zakresie polityki dywidend.

### **Cel, metodyka i zakres badań**

Celem artykułu jest określenie czynników realizacji polityki dywidend, wynikających z postaw zarządzających w przedsiębiorstwach rolniczych. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: niechęć do wypłaty dywidendy stanowi podstawowy czynnik ograniczający wypłaty dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych.

Przeprowadzone analizy wykonane zostały na podstawie danych zgromadzonych w trakcie realizacji badań terenowych w latach 2007–2008 z wykorzystaniem kwestionariusza wywiadu. Wywiady przeprowadzono z właścicielami i menedżerami przedsiębiorstw rolniczych. Próba została dobrana w sposób celowy, obejmowała 79 przedsiębiorstw usytuowanych na terenie całej Polski. Aby zweryfikować hipotezę badawczą, dane będące opiniami kierownictwa przedsiębiorstw na temat polityki dywidend, opracowano w systemie 0–1 i zbudowano model binarny oraz model logitowy. Oszacowanie modelu dychotomicznego – liniowego modelu prawdopodobieństwa – zawierającego tylko zmienne binarne pozwoliło na zidentyfikowanie czynników o charakterze decyzyjnym. Przeprowadzono ana-

---

<sup>4</sup> Kwestie płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych w aspekcie literaturowych normatywów rozpatrzono w artykule: J. Franc-Dąbrowska: *Ocena płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych*. „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2008, nr 1(314), Warszawa, s. 43–59.

<sup>5</sup> A. Szablewski: *Dywidenda i wykup akcji*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 61; oraz badania własne.

<sup>6</sup> J. Lintner: *Distribution of Income of Corporations Among Dividends*. „Retained Earnings and Taxes”, *American Economic Review* (May) 1956, s. 97–113.

lizę eksploracyjną, która pozwoliła wyodrębnić 25<sup>7</sup> zmiennych binarnych – indyktorów (tab. 1), z których każdy oznaczał jedną z charakterystyk opinii na temat decyzji o wypłacie dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych oraz  $v_2$  – zmienną binarną określającą decyzję o wypłacie dywidendy ( $v_2 = 1$ ) lub decyzję o braku wypłaty dywidendy ( $v_2 = 0$ ). Zmienną objaśnianą ( $Y$ ) stanowiła zmienna  $v_2$ .

Tabela 1

Zmienne objaśniające wykorzystywane do budowy modeli binarnego i logitowego

Symbol	Zmienne objaśniające	Nr pytania według kwestionariusza wywiadu
$v_2$	Dywidenda_0-1, zmienna objaśniana	x
$v_3$	Prowadzenie przedsiębiorstwa – źródło pracy	1.7.
$v_4$	Prowadzenie przedsiębiorstwa – inne cele	1.7.
$v_5$	Prowadzenie przedsiębiorstwa – zyski udziałowców	1.7.
$v_6$	Wypłata dywidendy: decyzja ważna	2.4.
$v_7$	Wypłata dywidendy: decyzja średnio ważna	2.4.
$v_8$	Chęć realizacji zysków bieżących przez udziałowców	2.6.
$v_9$	Polityka firmy w zakresie podziału zysku	2.6.
$v_{10}$	Niechęć do wypłaty dywidendy	2.9.
$v_{11}$	Dywidenda: motywująco dla udziałowców	2.10.
$v_{12}$	Dywidenda: nie ma znaczenia dla udziałowców	2.10.
$v_{13}$	Dywidenda: motywująco dla pracowników	2.10.
$v_{14}$	Dywidenda: motywująco dla kierownictwa	2.10.
$v_{15}$	Dywidenda: ma wymiar czysto finansowy	2.10.
$v_{16}$	Okresowy brak płynności uniemożliwia wypłatę dywidendy	2.12.
$v_{17}$	Dobra płynność pozwala na wypłatę dywidendy	2.12.
$v_{18}$	Wypłata dywidendy aby pracownicy byli zadowoleni z pracy	2.15.
$v_{19}$	Nie są szacowane koszty bankructwa	2.16.
$v_{20}$	Gdy nadmiar gotówki, wypłaca się dywidendy	2.17.
$v_{21}$	Gdy nadmiar gotówki utrzymuje się nadmiar gotówki na koncie „na wszelki wypadek”	2.17.
$v_{22}$	Gdy nadmiar gotówki, realizuje się inwestycje nie ujęte w planach	2.17.
$v_{23}$	Gdy poniesie się stratę udziałowcy wnoszą dopłaty do kapitału	2.17.
$v_{24}$	Realizuje się inwestycje na miarę zasobów kapitałowych	2.17.
$v_{25}$	Kierownik woli uzyskać obecnie część zysku w postaci dywidendy	2.18.
$v_{26}$	Kryterium oceny efektywności prowadzonej działalności: zysk na 1 ha	3.11.

Źródło: badania własne.

<sup>7</sup> Spośród 129.

Aby wyodrębnić zmienne objaśniające przyjęto następujące kryteria doboru:

- przeprowadzono analizę współzależności między zmienną objaśnianą a zmiennymi objaśniającymi na podstawie testu *Chi*-kwadrat oraz miar współliniowości V-Kramera, R-Pearsona i korelacji Spearmana,
- istotną statystycznie korelację ze zmienną objaśnianą,
- liczba jednostek dla zmiennej większa niż 10% liczby obserwacji,
- możliwe małe skorelowanie zmiennych między sobą<sup>8</sup>.

Przyjęto punkt podziału w klasyfikacji zgodnie z zasadą  $P^* = \alpha = (36/79 = 0,46)$ <sup>9</sup>.

## Wyniki badań

W grupie badanych 79 przedsiębiorstw stwierdzono, że w latach 2001–2007 przynajmniej jeden raz podjęto decyzje o wypłacie dywidendy w 36 podmiotach (46%). Z tej grupy w zaledwie 5 przedsiębiorstwach corocznie wypłacano dywidendę, natomiast w ok. 75% przedsiębiorstw wypłaty realizowano rzadziej niż 3-krotnie w ciągu 7 lat. W celu zidentyfikowania czynników realizacji polityki dywidend w przedsiębiorstwach rolniczych przeprowadzono estymację Uogólnioną Metodą Najmniejszych Kwadratów (UMNK) modelu binarnego. Wyniki UMNK-estymacji modelu binarnego zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Wyniki UMNK-estymacji ogólnego modelu binarnego

Model: Estymacja UMNK z wykorzystaniem 79 obserwacji 1–79					
Zmienna zależna: $v_2$					
Błędy standardowe parametrów według odpornej heteroskedastyczności, wariant HC1					
Zmienne	Współczynnik	Błąd standardowy	<i>t</i> -Student	<i>p</i> -value	Istotność <sup>9)</sup>
const	0,580	0,069	8,415	0,000	tak
$v_{10}$	-0,452	0,094	-4,828	0,000	tak
$v_{11}$	0,450	0,112	4,031	0,000	tak
$v_6$	-0,239	0,096	-2,481	0,015	tak
Wsp. determinacji $R^2 = 0,488$					
Skorygowany $R^2 = 0,468$					
Statystyka $F = 23,846$ (wartość $p < 0,00000$ )					
Test Kołmogorowa-Smirnowa $Z = 1,589$ , $p = 0,013$					

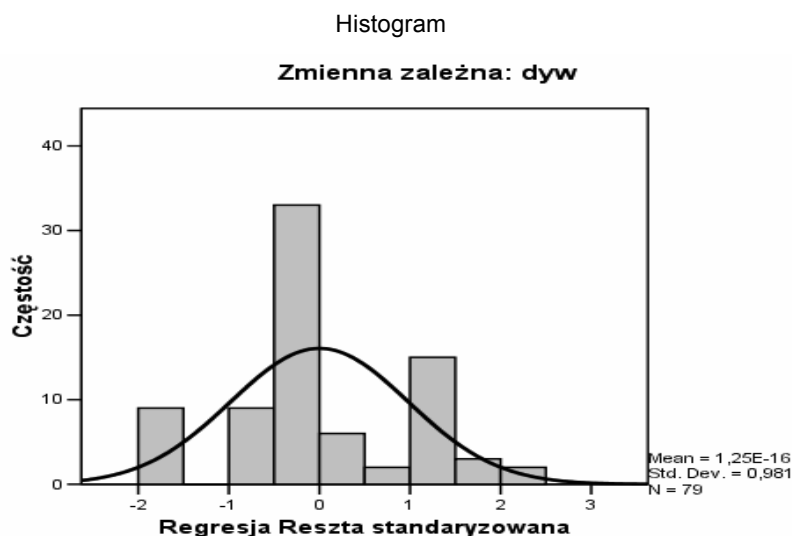
<sup>9)</sup> zmienna istotna przy poziomie istotności 5%.

Źródło: badania własne.

<sup>8</sup> M. Gruszczyński: *Modele i prognozy zmiennych jakościowych w finansach i bankowości*. Monografie i opracowania 490, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002, s. 85.

<sup>9</sup> Liczba obserwacji  $v_2 = 1 = 36$ , łączna liczba obserwacji = 79. Więcej w: M. Gruszczyński: *Modele i prognozy zmiennych jakościowych w finansach i bankowości*. Monografie i opracowania 490, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002, s. 86–87.

Aby zweryfikować poprawność modelu przeprowadzono test Kołmogorowa-Smirnowa na normalność rozkładu reszt, formułując hipotezę zerową: dystrybucja empiryczna posiada rozkład normalny. Statystyka testu wyniosła  $Z = 1,589$ , a wartość  $p = 0,013$ , a więc nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej. Rozkład reszt dla UMNK-estymacji ogólnego modelu binarnego zaprezentowano na rysunku 1.



Rys. 1. Wykres rozkładu reszt dla UMNK-estymacji ogólnego modelu binarnego

Źródło: badania własne.

Czynnikiem wpływającym na ograniczenie decyzji o wypłacie dywidendy (25–30% przedsiębiorców realizowało wypłaty) była niechęć do wypłaty dywidendy ( $v10$ ). Był to czynnik o znaczącym wpływie na decyzje o realizacji wypłat pieniężnych z zysku<sup>10</sup> ( $p$ -value 0,00052), wpływając na ograniczenie wypłat dywidendy. Drugim znaczącym czynnikiem ( $v11$ ) było podejście kierownictwa, wskazujące na motywujący dla udziałowców charakter dywidendy (forma nagradzania kierownictwa i pracowników będących udziałowcami). Czynnik ten również charakteryzował się znaczącym poziomem istotności ( $p$ -value = 0,00002), wpływając pozytywnie na decyzje o wypłacie dywidendy. Kolejnym czynnikiem objaśniającym w modelu było uznanie decyzji o wypłacie dywidendy za ważną, jednak o negatywnym wpływie na wypłaty. Na podstawie badań stwierdzono, że większość

<sup>10</sup> W badanych przedsiębiorstwach poza wypłatą dywidend realizowano wypłaty premii i nagród dla udziałowców, jednak ich udział był symboliczny i w tym przypadku można przyjąć, że wypłaty pieniężne z zysku są tożsame z pojęciem wypłat dywidendy. Ograniczenie wypłat z zysku w formie premii i nagród wynikało z faktu, że większość pracowników przedsiębiorstw rolniczych jest jednocześnie ich udziałowcami i uzyskiwała korzyści z tytułu posiadania udziałów w postaci dywidendy.

przedsiębiorców, którzy oceniali decyzję o wypłacie dywidendy jako ważną uznawała ją jednocześnie za decyzję niekorzystną dla rozwoju przedsiębiorstwa, co znalazło swoje odzwierciedlenie w modelu. Można więc uznać, że kierownictwo badanych przedsiębiorstw rolniczych niechętnie realizowało wypłaty dywidend. Uwagę zwraca dobre dopasowanie modelu ( $R^2 = 0,48 - 0,65$ )<sup>11</sup>.

W tabeli 3 zawarto klasyfikację przyporządkowania poprawnych odpowiedzi. Stwierdzono ponad 80% odsetek poprawnych klasyfikacji, co należy uznać za pozytywną weryfikację modelu.

Tabela 3

Tabela klasyfikacyjna dla UMNK-estymacji ogólnego modelu binarnego

Wyszczególnienie					
Obserwowane		Dywidenda 0–1		Procent poprawnych klasyfikacji	
		0	1		
Dywidenda 0–1	0	34	9	79,1	
	1	5	31	86,1	
Procent ogółem		x	39	40	82,3

Źródło: badania własne.

Stwierdzono jednoznacznie, że wypłaty dywidendy determinowane są przede wszystkim decyzjami kierownictwa i jego poglądami na temat wypłat pieniężnych z zysku, nie mają większego związku z sytuacją finansową przedsiębiorstw rolniczych. Z przeprowadzonych analiz wynika, że decyzje o wypłacie dywidendy nie różnicują przedsiębiorstw realizujących i nie realizujących wypłat pieniężnych z zysku z punktu widzenia zróżnicowanych miar skali oraz mierników i wskaźników finansowych<sup>12</sup>, wynikają więc z preferencji i opinii na temat polityki dywidend wśród kierownictwa przedsiębiorstw rolniczych.

Dla celów porównawczych zbudowano model logitowy. W tabeli 4 przedstawiono wyniki estymacji ogólnego modelu logitowego (opracowanego na zmiennych binarnych). W modelu tym decyzje o wypłacie dywidendy zostały wyjaśnione wyłącznie dwoma czynnikami: niechęcią do wypłaty dywidendy ( $v10$ , na poziomie istotności  $p$ -value = 0,001) oraz postrzeganiem tej decyzji jako ważną ( $v6$  z  $p$ -value = 0,031). Należy więc uznać, że wyniki uzyskane za pomocą modelu regresji binarnej zostały potwierdzone z zastosowaniem modelu regresji logitowej. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na tabelę klasyfikacyjną dla

<sup>11</sup> Porównaj: M. Gruszczyński, J. Kotłowski: *Metody mikroekonometrii w ocenie zachowań przedsiębiorstw*, www.sgh.com.pl, s. 10–11, 16.

<sup>12</sup> Zagadnienie wpływu polityki dywidend na sytuację finansową przedsiębiorstw rolniczych stanowi odrębny, szeroki obszar badawczy realizowany przez autorkę.

modelu logitowego (tab. 5). Wynika z niej, że odsetek poprawnych klasyfikacji w każdej obserwowanej grupie przekraczał 80%, ogółem dla całego modelu kształtował się na relatywnie wysokim poziomie 83,6%.

Biorąc pod uwagę wyniki obydwu modeli stwierdzono, że czynnikiem determinującym kwestie wypłat pieniężnych z zysku w przedsiębiorstwach rolniczych była niechęć do wypłaty dywidendy, uznana jako decyzja bardzo ważna, a więc potwierdzono przypuszczenia autorki o wpływie preferencji zarządzających na realizowaną w przedsiębiorstwach rolniczych politykę dywidend.

Tabela 4

## Wyniki estymacji ogólnego modelu logitowego

Model: Estymacja modelu logitowego 79 obserwacji 1–79					
Zmienna zależna: v2					
Błędy standardowe parametrów według odpornej heteroskedastyczności, wariant HC1					
Zmienne	Ocena parametru	Błąd szacunku	Statystyka Walda	p-value	Istotność <sup>*)</sup>
const	17,060	9 767,058	0,000	0,999	nie
v10	2,843	0,840	11,464	0,001	tak
v6	1,678	0,772	4,721	0,030	tak
–2 logarytm wiarygodności = 58,694					
$R^2$ Coxa i Snella = 0,470					
$R^2$ Nagelkerke'a = 0,629					
Test Hosmera i Lemeshowa $Chi$ -kwadrat(4) = 0,125, $p$ = 0,998					

<sup>\*)</sup> zmienna istotna przy poziomie istotności 5%.

Źródło: badania własne.

Tabela 5

## Tabela klasyfikacyjna dla estymacji ogólnego modelu logitowego

Wyszczególnienie				
Obserwowane	Dywidenda 0–1		Procent poprawnych klasyfikacji	
	0	1		
Dywidenda 0–1	0	34	9	79,1
	1	5	31	86,1
Procent ogółem	x	39	40	82,3

Źródło: badania własne.



## Wnioski

- Czynnikiem determinującym wypłaty (ograniczenie wypłat) dywidendy w badanych przedsiębiorstwach rolniczych była niechęć kierownictwa do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy. Skutkowało to ograniczeniem liczby przedsiębiorstw realizujących wypłaty pieniężne z zysku.
- Decyzja o wypłacie dywidendy postrzegana była jako decyzja ważna, jednak o negatywnym wpływie, co stanowiło kolejny czynnik ograniczający wypłaty dywidend w tych jednostkach.
- Jednoznacznie potwierdzono hipotezę badawczą i uwiarygodniono stwierdzenie, że proces decyzyjny ma decydujące znaczenie dla decyzji o wypłacie dywidend w badanych przedsiębiorstwach rolniczych.
- Czynnikiem wyjaśniającym wypłaty dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych, o pozytywnym wpływie na realizację wypłat dywidendy z zysku był motywujący charakter tego typu wypłat z punktu widzenia udziałowców. Oznacza to więc, że w części przedsiębiorstw, w których podjęto decyzje o wypłatach dywidendy istotne znaczenie odegrał jej motywacyjny charakter.
- Reasumując, w badanych przedsiębiorstwach rolniczych dominuje niechęć do wypłaty dywidendy oraz postrzeganie tych decyzji jako ważne, jednak niekorzystne dla rozwoju przedsiębiorstwa. Skutkuje to ograniczaniem wypłat dywidendy w tej grupie podmiotów gospodarczych.

## FACTORS IMPACTING DIVIDEND POLICY IN AGRICULTURAL COMPANIES

### Summary

This article presents an attempt factors determining dividend policy in the agricultural companies. The research hypothesis has been verified: reluctance to dividend payment is the primary factor which is limiting dividend payments in the agricultural companies. The interviews supported with developed questionnaire were conducted with the management of 79 companies operating in different parts of Poland. Data was processed in binary system, estimation general method of the least squares of binary model was performed and additionally logit model was developed. It was found that the factor which determines limitation of dividend payments in agricultural companies was the reluctance of management. In the studied companies the decision on dividend payment was considered as an important but having adverse impact on the situation of the company. The only one positive factor impacting dividend payment was its motivating impact according to the shareholders' opinion.