

## PODZIAŁ WYNIKU FINANSOWEGO A SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁEK AKCYJNYCH PRZEMYSŁU ROLNO-SPOŻYWCZEGO<sup>1</sup>

*Justyna Franc-Dąbrowska*

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw SGGW w Warszawie  
Kierownik: prof. dr hab. Wojciech Zięta

Słowa kluczowe: wskaźniki rentowności, wskaźniki płynności, test na różnicę średnich  
*Key words: profitability ratio, liquidity ratio, test on averages differences*

S y n o p s i s: W artykule podjęto próbę zweryfikowania hipotezy badawczej: spółek giełdowych sektora rolno-spożywczego, które realizują wypłaty pieniężne z zysku są spółkami o lepszej sytuacji finansowej od spółek, które nie podejmują decyzji o podziale zysku na dywidendy. Hipoteza ta została odrzucona. Badania obejmowały pełną zbiorowość spółek giełdowych sektora rolno-spożywczego w latach 2001-2006. Sytuacja finansowa spółek została określona wskaźnikami finansowymi: stopą zwrotu z aktywów ogółem, stopą zwrotu z kapitału własnego i rentownością sprzedaży, oraz wskaźnikami płynności: bieżącej i szybkiej. Przeprowadzono test na różnicę średnich, który wskazał na brak istotnych statystycznie różnic wybranych parametrów między spółkami wypłacającymi dywidendę i reinwestującymi zysk.

### WSTĘP

Kwestie wagi decyzji w zakresie podziału wypracowanego wyniku finansowego nie podlegają dyskusji. Istnieją szkoły dywidendowe, których twórcy przedstawiają argumenty za istotnością polityki dywidendowej (Szkoła Prodywidendowa – przedstawicielami są między innymi: Gordon, Dodd i Cottle oraz Szkoła Antydywidendowa – argumenty tej szkoły promują między innymi Litzenberger i Ramaswamy, Poterba i Summers). Powstała także Szkoła Neutralna – przedstawicielami są: Modigliani i Miller, Blacke i Scholes, Petty i Scott oraz Miller i Scholes, którzy skłaniają się do twierdzenia, że decyzje w zakresie wypłaty dywidendy nie mają konsekwencji finansowych [Modigliani, Miller 1961, Litzenberger, Ramaswamy 1974, Poterba, Summers 1984, Sierpińska 1999].

Zagadnienie podziału zysku jest także rozpatrywane z punktu widzenia teorii struktury kapitału, które to kwestie należą do jednych z najtrudniejszych do rozstrzygnięcia w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Teoria substytucji (*trade-off*), której przedstawicielem jest na przykład Domodoran zakłada, że priorytetowym w kształtowaniu struktury kapita-

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

łów jest ustalenie relacji kapitałów obcych do kapitału własnego, co umożliwi osiągnięcie największej możliwej wartości przedsiębiorstwa [Theobald 1979, Duliniec 1998]. Decyzje w zakresie wypłaty dywidendy będą więc uzależnione od docelowej struktury kapitału<sup>2</sup>.

Z drugiej strony teoria hierarchii (*pecking order theory*), której przedstawicielem jest Donaldson zakłada, że przedsiębiorcy określają priorytetowe źródła pozyskiwania kapitału, a nie optymalną relację zobowiązania – kapitał własny [Duliniec 2007, Quan 2002]. Większość przeprowadzonych badań potwierdza założenia teorii hierarchii [Franc-Dąbrowska 2008a].

Powstałe podejścia do kwestii wypłaty dywidendy są konsekwencją niejednoznaczności w dotychczasowych badaniach wpływu wypłaty dywidendy na sytuację finansową spółek tę wypłatę realizujących. Problemem również jest rozstrzygnięcie kwestii, czy sytuacja finansowa spółek decyduje o wypłatach pieniężnych z zysku.

### CEL I METODYKA BADAŃ

Celem badań było zweryfikowanie przypuszczenia, iż spółki giełdowe sektora rolno-spożywczego, które realizują wypłaty pieniężne z zysku są spółkami o lepszej sytuacji finansowej od spółek, które nie podejmują decyzji o przeznaczeniu zysku na dywidendy<sup>3</sup>. Próbkę badawczą stanowią spółki sektora rolno-spożywczego notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2001-2006. Aby zrealizować cel, sformułowano hipotezę badawczą: dywidendę wypłacają spółki giełdowe sektora rolno-spożywczego w lepszej sytuacji finansowej. Sytuację finansową spółek określono parametrami przyjętymi za podstawowe w teorii i praktyce finansów: wskaźnikami stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE), stopy zwrotu z aktywów ogółem (ROA), rentowności sprzedaży (ROS), płynności bieżącej ( $P_1$ ) i płynności szybkiej ( $P_2$ ). Aby zweryfikować hipotezę badawczą przeprowadzono test na różnicę średnich, dzieląc uprzednio próbkę na dwie grupy podmiotów: wypłacających dywidendę (oznaczonych jako „D”) i jej niewypłacających (oznaczonych jako „~D”). Ponieważ w kolejnych latach zmieniały się spółki podejmujące decyzje o wypłatach pieniężnych z zysku, w związku z powyższym, w poszczególnych okresach grupy podmiotów wypłacających i niewypłacających dywidendy będą różnicowane (sytuacja ta była spójna z przyjętym celem badawczym, mogło się bowiem okazać, że sytuacja finansowa spółki pogorszyła się i zrezygnowano z decyzji o wypłatach pieniężnych z zysku, bądź polepszyła się i zrealizowano wypłatę dywidendy).

### WYNIKI BADAŃ I DYSKUSJA

W tabeli 1 zaprezentowano statystykę spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy w latach 2001-2006. Z danych wynika, że średniorocznie ok. 20% spółek realizowało wypłaty pieniężne z zysku. Największy udział przedsiębiorstw realizujących politykę

<sup>2</sup> Należy pamiętać, że Modigliani i Miller dowiedli, że struktura kapitału nie wpływa na wartość przedsiębiorstwa [Modigliani, Miler 1961, 1963]. Ich teoria ma jednak zarówno zwolenników, jak i przeciwników.

<sup>3</sup> Autorka nie podejmuje się rozstrzygnięcia problemu, który nie został wyjaśniony przez ponad pół wieku, badania jednak przeprowadzono na pełnej zbiorowości spółek giełdowych sektora rolno-spożywczego i dla tej grupy przedsiębiorstw są rozstrzygające.

Tabela 1. Charakterystyka spółek akcyjnych sektora rolno-spożywczego w zakresie wypłaty dywidendy w latach 2001-2006

Wyszczególnienie	Dane za lata					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Liczba badanych spółek	15	15	15	15	14	14
Udział spółek wypłacających dywidendę [%]	27	20	33	27	14	14
Udział spółek niewypłacających dywidendy [%], w tym:	73	80	67	73	86	86
udział spółek generujących stratę w próbie badawczej [%]	40	13	20	20	14	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwał o podziale zysku.

wypłaty dywidendy cechował 2003 r. (33%). Po tym okresie nastąpiło zmniejszenie liczby podmiotów przeznaczających zysk na ten cel. Należy zauważyć, że jednocześnie nastąpiło wyraźne zmniejszenie udziału spółek, które generowały stratę, z 40% w 2001 r. do 7% w 2006 r. Nie można więc uznać, że ponoszenie straty przyczyniło się do rezygnacji z wypłat pieniężnych z zysku. Przyczyn należy poszukiwać bądź w sytuacji finansowej przedsiębiorstw, bądź w polityce dywidendy realizowanej przez kierownictwo badanych spółek.

Poszukując przyczyn zmniejszenia udziału spółek realizujących wypłaty dywidendy, w tabeli 2 zaprezentowano wskaźniki charakteryzujące sytuację finansową badanej zbiorowości, średnio oraz uwzględniając podział próbki na spółki wypłacające dywidendę i jej niewypłacające.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że średnio w badanej zbiorowości nastąpiło systematyczne zwiększanie wartości stopy zwrotu z aktywów ogółem. Wskaźnik wzrósł w latach 2001-2006 ponad sześciokrotnie. Jeżeli jednak zwrócimy uwagę na wyodrębnione podzbiorowości, to zauważyć można, że znacznie większe tempo wzrostu wartości stopy zwrotu z aktywów ogółem cechowało spółki, które nie podejmowały decyzji o wypłacie

dywidendy. Co więcej, w tych spółkach można wyznaczyć wyraźny trend wzrostowy (z zachwianiem w 2005 r.), a wielkość wskaźnika zwiększyła się ponad czterokrotnie. Dodatkowo, ta grupa spółek poniosła stratę w 2001 r., w przeciwieństwie do podmiotów wypłacających dywidendy. Wielkość wskaźnika stopy zwrotu z aktywów ogółem w spółkach realizujących politykę<sup>4</sup> wypłaty dywidendy wahała się w kolejnych latach, by ostatecznie zmniejszyć się do ok. 80% wartości z 2001 r. Wskaźnik stopy zwrotu z aktywów ogółem nie różnicuje więc wyraźnie dwóch badanych podzbiorowości (nie uprawnia do stwierdzenia o lepszej sytuacji finansowej spółek wypłacających dywidendę).

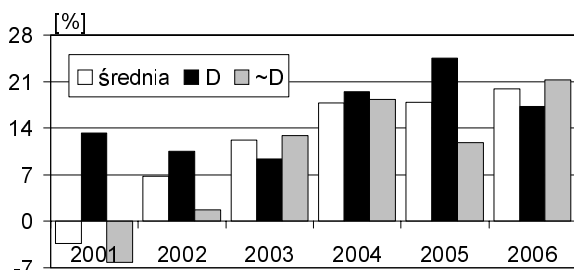
Tabela 2. Średnie wartości wskaźników charakteryzujące spółki przemysłu rolno-spożywczego w podziale na wypłacające i niewypłacające dywidendy w latach 2001-2006

Wyszczególnienie	Dane za lata					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ROA średnia [%]	-1,58	3,38	6,46	8,23	8,86	9,22
ROA D [%]	8,80	5,35	5,23	6,61	11,91	7,08
ROA~D [%]	-2,81	0,66	6,71	8,41	5,96	10,10
ROE średnia [%]	-3,32	6,81	12,23	17,77	17,92	19,88
ROE D [%]	13,25	10,60	9,37	19,47	24,53	17,23
ROE~D [%]	-6,16	1,72	12,88	18,35	11,86	21,23
ROS [%]	-1,01	2,09	2,05	5,67	6,44	6,96
ROS D [%]	3,16	3,94	2,94	5,49	12,7	5,86
ROS~D [%]	-0,88	0,45	1,95	5,69	83,32	7,45
P <sup>1</sup>	1,08	1,04	1,19	0,99	1,19	1,08
P <sub>1</sub> D	2,51	1,13	1,88	0,98	0,81	1,09
P <sub>1</sub> ~D	0,94	0,97	1,05	0,99	1,63	1,03
P <sub>2</sub>	0,97	0,72	0,90	0,70	0,87	0,76
P <sub>2</sub> <sup>3</sup>	2,41	0,86	1,67	0,27	0,49	0,58
DP <sub>2</sub> ~D	0,83	0,59	0,75	0,78	1,31	0,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwał o podziale zysku.

<sup>4</sup> W artykule przyjęto ogólny podział na politykę wypłaty i braku wypłaty dywidendy, bez uwzględniania polityk szczegółowych, które nie są przedmiotem przeprowadzanych analiz. Należy jednak pamiętać, że podział polityki dywidendy jest znacznie bardziej złożony.

Podobne zależności miały miejsce w przypadku wskaźnika stopy zwrotu z kapitału własnego. Również w tym przypadku korzystniejsza sytuacja (i wyraźny trend wzrostowy) cechowała spółki, które podejmowały decyzje o pozostawieniu zysku w przedsiębiorstwie. Interesującym zjawiskiem wydaje się wyraźna dysproporcja w podzbiorowości spółek wypłacających dywidendę w 2005 r. W okresie tym stopa zwrotu z kapitału własnego spółek realizujących wypłaty pieniężne z zysku była ponad dwukrotnie wyższa od stopy zwrotu z kapitału własnego spółek niewypłacających dywidendy. Podobnie, jak w przypadku wskaźnika stopy zwrotu z aktywów ogółem, także i w tym przypadku trend wzrostowy cechujący średnio badaną zbiorowość miał odzwierciedlenie w trendzie spółek niewypłacających dywidendy (znajduje to częściowe wyjaśnienie w liczebności tej podzbiorowości). Na rysunku 1 zaprezentowano stopę zwrotu z kapitału własnego dla spółek giełdowych przemysłu rolno-spożywczego.



Rysunek 1. Wskaźniki stopy zwrotu z kapitału własnego spółek giełdowych przemysłu rolno-spożywczego w latach 2001-2006

Źródło: opracowanie własne.

Analogiczne prawidłowości zaobserwowano w odniesieniu do wskaźnika rentowności sprzedaży. Zarówno kierunek zmian, jak i skala zmienności były podobne do charakterystyki wskaźników stopy zwrotu z aktywów ogółem i stopy zwrotu z kapitału własnego. Należy zauważyć, że spółki, które nie podejmowały decyzji o wypłacie dywidendy cechowały się w pierwszym badanym roku stratą, która jednak nie przeszkodziła w znaczącej poprawie wskaź-

ników rentowności. Spółki, które realizowały wypłatę dywidendy mimo, że w 2001 r. uzyskiwały dodatnie wskaźniki rentowności, miały trudności z ich ustabilizowaniem w czasie.

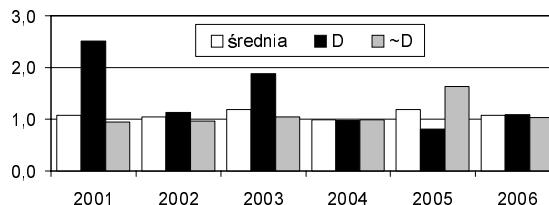
Ze względu na wagę zachowania płynności finansowej w gospodarce rynkowej, a także bezpośrednią zależność pomiędzy płynnością a decyzjami o wypłacie dywidendy, analizie poddano wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej. Z przeprowadzonych analiz wynika, że średnio spółki cechowały się wskaźnikami płynności bieżącej na stabilnym i zadawalającym poziomie<sup>5</sup>, wynoszącym ok. 1,1. W latach 2001-2006 spółki podejmujące decyzje o wypłacie dywidendy charakteryzowały się średnią wielkością wskaźnika płynności bieżącej 1,4, natomiast spółki niewypłacające dywidendy 1,1. Różnica ta wydaje się dość znacząca, aby jednak potwierdzić jej istotność przeprowadzono test na różnicę średnich, a wyniki obliczeń zaprezentowano w tabeli 3<sup>6</sup>. Uwagę zwraca znaczne zmniejszenie wskaźnika płynności bieżącej w spółkach wypłacających dywidendę z 2,51 w 2001 r. do 1,09 w 2006 r. oraz wyraźne jego wahania w czasie (graficznie zaprezentowane na rysunku 2). Podobna sytuacja miała miejsce w spółkach nierealizujących wypłat pieniężnych z zysku, chociaż skala zmienności była wyraźnie mniejsza (rozstęp w pierwszej grupie wyniósł 1,42, a w drugiej 0,69). Przy stosunkowo niewielkim zakresie zmian wartości rekomendowanych (1,2-2) [Sierpińska, Jachna 2004, Bień 2008], zarówno w jednym, jak i w drugim przypadku zakres zmian

<sup>5</sup> Należy pamiętać o kontrowersjach wokół rekomendowanych wartości wskaźników płynności, więcej [Franc-Dąbrowska 2008b].

<sup>6</sup> Tabela 3 będzie przedmiotem późniejszych analiz.

Rysunek 2. Wskaźniki płynności bieżącej spółek giełdowych przemysłu rolno-spożywczego w latach 2001-2006

Źródło: opracowanie własne.



wyduje się dość znaczny. Zarówno jednak spółki wypłacające dywidendę, jak i jej niewypłacające kształtowały wskaźniki płynności bieżącej na stosunkowo bezpiecznym poziomie.

Analiza wskaźników płynności szybkiej pozwala na stwierdzenie, że w trudniejszej sytuacji finansowej (w tym zakresie) znajdowały się spółki realizujące politykę wypłaty dywidendy. Uwagę zwraca bardzo wyraźne zmniejszenie wielkości wskaźników w latach 2004-2006, a zwłaszcza bardzo niski poziom w 2004 r. (0,27). Zdecydowanie korzystniejszą sytuacją wyglądała w grupie przedsiębiorstw, które nie wypłacały dywidendy. Średnio w latach 2001-2006 wskaźnik płynności szybkiej kształtował się na poziomie 0,85. Należy pamiętać, że zachowanie płynności jest niezwykle ważne, jednak wypłata dywidendy następuje w ściśle określonym, zaplanowanym dniu, co pozwala na zgromadzenie odpowiednich środków i zapewnienie płynności finansowej przedsiębiorstwom. Jak wskazują wyniki wcześniej przeprowadzonych badań, wypłaty dywidendy nie spowodowały utraty płynności finansowej w badanych spółkach.

Aby zobrazować omówione zależności na rysunku 2 zaprezentowano wartości wskaźników płynności bieżącej dla spółek giełdowych przemysłu rolno-spożywczego.

W celu ustalenia, czy istnieje statystycznie istotne zróżnicowa-

Tabela 3. Zróżnicowanie wyników w spółkach przemysłu rolno-spożywczego, z podziałem na przedsiębiorstwa wypłacające dywidendę i jej niewypłacające – wyniki testu na różnicę średnich

Wyszczegółnienie	Średnia dla próbki		<i>t</i>	<i>p</i> -value	Istotność różnic
	D	~D			
2001					
ROA	8,80	-2,81	1,871916	0,082258	Nie
ROE	13,25	-6,16	0,650608	0,525834	Nie
ROS	3,16	-0,88	1,449920	0,170776	Nie
$P_1$	2,51	0,94	5,993133	0,000033	Tak
$P_2$	2,41	0,83	5,735748	0,000052	Tak
2002					
ROA	5,35	0,66	2,473763	0,027936	Tak
ROE	10,60	1,72	0,834302	0,419178	Nie
ROS	3,94	0,45	2,057557	0,060269	Nie
$P_1$	1,13	0,97	1,644896	0,123942	Nie
$P_2$	0,86	0,59	2,103431	0,055466	Nie
2003					
ROA	5,23	6,71	0,399019	0,696357	Nie
ROE	9,37	12,88	-0,148176	0,884478	Nie
ROS	2,94	1,95	0,234452	0,818287	Nie
$P_1$	1,88	1,05	2,149493	0,081004	Nie
$P_2$	1,67	0,75	2,207164	0,045890	Tak
2004					
ROA	6,61	8,41	-0,312268	0,759789	Nie
ROE	19,47	18,35	-0,296521	0,771516	Nie
ROS	5,49	5,69	-0,556293	0,587459	Nie
$P_1$	0,98	0,99	0,271292	0,790427	Nie
$P_2$	0,27	0,78	1,238131	0,237561	Nie
2005					
ROA	11,91	5,96	-0,73447	0,476773	Nie
ROE	24,53	11,86	0,31668	0,756928	Nie
ROS	12,78	3,32	-2,04477	0,063454	Nie
$P_1$	0,81	1,63	1,43513	0,176799	Nie
$P_2$	0,49	1,31	1,70190	0,114515	Nie
2006					
ROA	7,08	10,10	-1,01944	0,326592	Nie
ROE	17,23	21,33	0,06360	0,950254	Nie
ROS	5,86	7,45	-0,32864	0,747665	Nie
$P_1$	1,09	1,03	-0,68982	0,502437	Nie
$P_2$	0,58	0,84	-0,54960	0,591911	Nie

Źródło: opracowanie własne.

nie sytuacji finansowej spółek giełdowych wypłacających dywidendę i jej niewypłacających, przeprowadzono test na różnicę średnich. Wyniki testu zaprezentowano w tabeli 3. Z liczb wynika, że w 2001 r. wskaźniki rentowności nie różnicowały istotnie statystycznie badanych podzbiorowości. Mimo, wydawałoby się wyraźnych różnic między wskaźnikami (szczególnie stopy zwrotu z kapitału własnego), istotność różnic nie została potwierdzona statystycznie. Spółki różnicowała jednak, potwierdzona testem, wielkość wskaźników płynności bieżącej i płynności szybkiej. W 2002 r. sytuacja była odmienna, gdyż wskaźniki płynności nie były na tyle zróżnicowane, aby miało to znaczenie statystycznie istotne. Podzbiorowości różnicowała natomiast stopę zwrotu z aktywów ogółem (w grupie spółek wypłacających dywidendę 5,35%, w grupie spółek niewypłacających dywidendy 0,66%). Pozostałe wskaźniki rentowności nie były czynnikami różnicującymi badane podzbiorowości. W 2003 r. ponownie czynnikiem, który różnicował badane grupy przedsiębiorstw była płynność finansowa, jednak wyrażona wskaźnikiem płynności szybkiej (odpowiednio 1,67 i 0,75). Pozostałe parametry nie zostały zakwalifikowane, jako istotnie różnicujące spółki wypłacające i niewypłacające dywidendy.

W latach 2004-2006, mimo wydawałoby się wyraźnego zróżnicowania wskaźników (między innymi stopy zwrotu z kapitału własnego w 2005 r., która wyniosła odpowiednio 24,53 i 11,86%, czy rentowności sprzedaży o wielkości 12,78 i 3,32%), test na różnicę średnich nie wykazał istotnych statystycznie różnic ich wartości między badanymi podzbiorowościami.

Począwszy od 2004 r. można zdecydowanie stwierdzić, że sytuacja finansowa spółek wypłacających dywidendę i niewypłacających dywidendy nie determinowała decyzji o jej wypłacie. O ile w 2001 i 2003 r. można byłoby uznać, że kwestie zachowania zdolności do terminowego regulowania zobowiązań bieżących miały wpływ na decyzje o wypłatach pieniężnych z zysku, w kolejnych latach nie miały już istotnego statystycznie znaczenia. Bardziej jednoznacznie sytuacja kształtowała się w przypadku wskaźników rentowności, gdyż tylko jednokrotnie (2002 r.) wskaźnik stopy zwrotu z kapitału własnego okazał się różnicować badane podzbiorowości. Można więc uznać, że osiągnięty poziom wskaźników stopy zwrotu z kapitału własnego, stopy zwrotu z aktywów ogółem oraz rentowności sprzedaży nie potwierdziły zróżnicowania sytuacji finansowej badanych grup.

## PODSUMOWANIE

Z przeprowadzonych badań wynika, że zdecydowanie większa grupa spółek realizowała politykę reinwestowania zysku. Średnio zaledwie co piąta spółka podejmowała decyzje o wypłacie dywidendy. Zmniejszanie się liczby spółek wypłacających dywidendę nie było związane z pogarszaniem się sytuacji finansowej spółek, a coraz mniejsza grupa przedsiębiorstw ponosiła straty.

Przeprowadzone badania wskazały na stabilną poprawę sytuacji finansowej spółek, które nie wypłacały dywidendy, a które cechowały się wyraźnym trendem wzrostowym wskaźników stopy zwrotu z kapitału własnego, stopy zwrotu z aktywów ogółem i rentowności sprzedaży.

Spółki podejmujące decyzje o wypłatach pieniężnych z zysku cechowały się niestabilną sytuacją finansową, chociaż w badanym okresie nieprzerwanie realizowały zyski (pamiętać należy, że możliwa jest wypłata dywidendy z funduszu dywidendowego nawet w momencie poniesienia przez spółkę straty finansowej).

Zarówno spółki wypłacające dywidendę, jak i jej niewypłacające cechowały się wskaźnikami płynności bieżącej na zadawalającym (choć relatywnie niskim) poziomie.

Wskaźniki płynności szybkiej kształtowały się w spółkach wypłacających dywidendę na niekorzystnym poziomie, szczególnie od 2004 r., w przeciwieństwie do grupy podmiotów reinwestujących zyski.

Test na różnicę średnich wskazał na niewielką istotność statystyczną różnic między podanymi podzbiorowościami w zakresie wskaźników rentowności (zaledwie istotna statystycznie różnica cechowała spółki w 2002 r. w zakresie wskaźnika stopy zwrotu z aktywów ogółem). Test ten wskazał również na istotną statystycznie różnicę między badanymi podzbiorowościami w 2001 i 2003 r. w zakresie wskaźników płynności szybkiej i w 2001 r. w zakresie wartości wskaźnika płynności bieżącej. W pozostałych latach nie było istotnych statystycznie różnic w wielkości wskaźników charakteryzujących sytuację finansową badanych spółek.

Stwierdzono, że przeprowadzone badania pozwoliły na negatywną weryfikację hipotezy badawczej, a sytuacja finansowa nie różnicuje spółek, które wypłacały dywidendę i które jej nie wypłacały.

#### LITERATURA

- Bień W. 2008: Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Difin, Warszawa.
- Duliniec A. 1998: Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Duliniec A. 2007: Finansowanie przedsiębiorstwa. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Franc-Dąbrowska J. 2008a: Dividend schools in theory of economics and a dividend policy and a financial situation of Polish stock exchange companies of the agricultural-foodstuff industry. Nitra.
- Franc-Dąbrowska J. 2008b: Ocena płynności finansowej przedsiębiorstw rolniczych. *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, nr 1.
- Litzenberger R. H., Ramaswamy K. 1979: Dividends, short selling restrictions, tax-induced investor clienteles and market equilibrium. *The Journal of Finance*, vol. 35, No. 2, Papers and proceedings thirty-eighth annual meeting American finance association. Atlanta, Georgia, December 28-30, 1979 May, 1980.
- Modigliani F., Miller M. H. 1961: Dividend policy. Growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 4.
- Modigliani F., Miller M. H. 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 3.
- Poterba J. M., Summers L. H. 1984: New evidence that taxes affect the valuation of dividends. *The Journal of Finance*, vol. 39, No. 5, Dec.
- Sierpińska M. 1999: Polityka dywidend w spółkach kapitałowych. Wyd. Naukowe PWN, Warszawa-Kraków.
- Sierpińska M., Jachna T. 2004: Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. PWN, Warszawa.
- Theobald M. 1979: Capital asset pricing: theory, empirics and implications for portfolio management. *Managerial Finance*, vol. 5, Issue 1.
- Quan V. D. H. 2002: A rational justification of the pecking order hypothesis to the choice of sources of financing. *Journal Management Research News*, vol. 25, Issue 12.

*Justyna Franc-Dąbrowska*

DIVISION OF FINANCIAL RESULT VS. FINANCIAL SITUATION OF PUBLIC  
COMPANIES FROM AGRI-FOOD SECTOR

## Summary

The paper aims to verify the hypothesis that public companies from agri-food sector, which paid out dividends from obtained profit are in better financial condition than companies that do not assign obtained profit for dividends. The assumed hypothesis has been rejected. The study covered the full sample of public companies from agri-sector quoted at Warsaw Stock Exchange, and was done for the years 2001-2006. The financial situation of analyzed companies has been described by different financial ratios, including Return on Total Assets, Return on Equity, Profit Margin as well as Current and Quick Ratio. The statistical test on average differences showed no statistically important differences between companies paying and dividends and re-investing profits.

Adres do korespondencji:  
dr inż. Justyna Franc-Dąbrowska  
Katedra Ekonomiki i Organizacji Gospodarstw Rolniczych SGGW  
Zakład Rachunkowości, Finansów Przedsiębiorstw i Bankowości  
ul. Nowoursynowska 166  
02-787 Warszawa  
tel. (0 22) 593 42 14  
e-mail: justyna\_franc\_dabrowska@sggw.pl