

SPRAWNOŚĆ GOSPODAROWANIA W ASPEKTCIE WYPŁAT DYWIDEND W PRZEDSIĘBIORSTWACH ROLNICZYCH – UJĘCIE MODELOWE¹

Justyna Franc-Dąbrowska

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego
w Warszawie

Kierownik: prof. dr hab. Henryk Runowski

Słowa kluczowe: sprawność gospodarowania, sytuacja finansowa, przedsiębiorstwa rolnicze
Key words: efficiency ratios, financial situation, agricultural companies

S y n o p s i s. W artykule przeprowadzono analizy modelowe, poszukując determinant wskaźników wyznaczających sprawność gospodarowania przedsiębiorstw rolniczych. Badaniami objęto próbę 67 przedsiębiorstw, w latach 2001-2007. Stwierdzono istotne statystycznie powiązania pomiędzy sprawnością gospodarowania (obrót zobowiązaniami) a polityką dywidend realizowaną w badanych przedsiębiorstwach rolniczych.

WPROWADZENIE

Ocena sprawności zarządzania jest istotnym elementem oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Pozwala na stwierdzenie, czy przedsiębiorstwo w korzystny dla siebie sposób gospodaruje składnikami majątku, zobowiązaniami oraz czy realizowana sprzedaż jest adekwatna do skali działalności. W świetle podejścia Modiglianiego i Millera [1961, 1963], którzy uznali, iż dla sprawnego funkcjonowania firmy istotny jest sposób zagospodarowania aktywów, ten aspekt oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw wydaje się kluczowy.

Ocena sprawności gospodarowania może dotyczyć wielu aspektów funkcjonowania firmy. Najpowszechniejsze w praktyce gospodarczej jest jednak wykorzystanie wskaźników obrotu należności, zapasów i zobowiązań w dniach. Wskaźniki te będą więc stanowiły podstawę rozważań.

Wydaje się, że można uznać za pewnik, iż w każdej gospodarce (w mniejszym lub większym stopniu) występuje zjawisko zatorów płatniczych (bądź wynikających z trudnej sytuacji płatniczej kontrahentów, bądź ze świadomego przedłużania terminów płatności, w celu finansowania działalności kredytem kupieckim)². Z tego punktu widzenia szczególnego rozważenia wymaga liczba dni od sprzedania produktów do momentu otrzymania za nie zapłaty (cykl spłaty należności) oraz od momentu zakupienia surowców do produkcji do czasu zrealizowania za nie płatności

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

² Potwierdzone w trakcie przeprowadzania wywiadów z kierownictwem przedsiębiorstw.

(cykl regulacji zobowiązań). Z punktu widzenia sprawności gospodarowania nie bez znaczenia pozostaje fakt długości trwania cyklu rotacji zapasów, który wyraża okres na jaki zamrażane są środki pieniężne od momentu zakupu materiałów do produkcji do momentu sprzedania wytworzonych z nich produktów.

W literaturze przedmiotu nie ma jednoznaczności co do długości trwania cykli. Za normatywy przyjmuje się zarówno okresy 14-dniowe, miesięczne [Brigham i Houston 2005³], jak i dwumiesięczne [Sierpińska, Jachna 2004]. Gabrusewicz [2007] podaje, że zwyczajowo wskaźnik spłaty należności powinien wynosić 21-52 dni, a wskaźnik spłaty zobowiązań powinien być nieco krótszy. Generalnie jednak wszyscy są zgodni, że wskaźniki te powinno się oceniać biorąc pod uwagę branżę, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo i przyjęte zwyczaje płatnicze.

Wasilewski [2006] rozpatruje aspekt sprawności gospodarowania przedsiębiorstw rolniczych w zależności od strategii zarządzania kapitałem pracującym. Jest to spójne z podejściem Rutkowskiego [2007], który zauważa, że znajomość wskaźników obrotu zapasami, należnościami oraz zobowiązaniami pozwala określić wielkość zapotrzebowania na kapitał obrotowy. To następnie pozwala na aktywne zarządzanie płynnością finansową [Barry i in. 1995]. Z perspektywy zatorów płatniczych w gospodarce polskiej ten aspekt zarządzania finansami przedsiębiorstwa wymaga szczegółowego rozpatrzenia. Polityka zarządzania kapitałem obrotowym jest efektem sytuacji finansowej przedsiębiorstw i preferencji zarządzających. Rozpatrzenie w tym aspekcie preferencji dotyczących polityki dywidend znacząco poszerza ten zakres badawczy.

Dotychczas wskaźniki sprawności nie były powszechnie rozpatrywane z punktu widzenia polityki dywidend. Połączenie tych dwóch zagadnień wydaje się interesujące ze względu na to, że:

- podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy powoduje powstanie wymagalnego zobowiązania bieżącego, co może okresowo skutkować pogorszeniem płynności finansowej, a więc wydłużeniem cyklu spłaty zobowiązań; to z kolei może spowodować pogorszenie relacji z kontrahentami i wprowadzić utrudnienia w zarządzaniu kapitałem obrotowym,
- zmniejszenie dostępności środków pieniężnych (w wyniku zrealizowania wypłaty dywidendy) może skutkować zmniejszeniem zakupów surowców do produkcji i w konsekwencji okresowym zmniejszeniem skali sprzedaży (szczególnie przy poziomie zapasów niewystarczającym w stosunku do potrzeb); ta sytuacja może skutkować wyparciem firmy z rynku (koszty ponownego zwiększenia skali działalności mogą być zbyt znaczące dla firmy),
- zjawisko wypłaty dywidendy w przedsiębiorstwach rolniczych nie ma charakteru incydentalnego, pomimo że w rolnictwie występuje powszechnie zjawisko zatorów płatniczych; skala wypłat odpowiada zjawisku wypłat dywidend spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych [Rocznik Giełdowy 2001-2009].

Uwzględniając ten aspekt właściwym wydaje się poszukiwanie determinant kształtujących wskaźniki sprawności gospodarowania, z zastosowaniem rozwiązań modelowych.

³ Autorzy wyraźnie uzależniają poziom wskaźnika od branży, podają jedynie poziom przykładowy, a nie docelowy.

CEL I METODY BADAWCZE

Celem artykułu jest zbadanie, czy występują zależności pomiędzy wskaźnikami opisującymi sprawność gospodarowania przedsiębiorstw rolniczych, a wypłatami dywidend. Aby zrealizować cel sformułowano następującą hipotezę badawczą: wypłaty dywidend determinują poziom wskaźników sprawności gospodarowania.

Badaniami objęto próbę 67 przedsiębiorstw rolniczych zlokalizowanych na terenie całej Polski. Okres badawczy dotyczy lat 2001-2007. Dane zebrano na przełomie 2007 i 2008 r. metodą wywiadu kierowanego według autorskiego, wystandaryzowanego kwestionariusza. Wywiady przeprowadzono z kierownictwem (zazwyczaj właścicielami) badanych przedsiębiorstw.

Do realizacji celu zastosowano rozwiązania modelowe. Zbudowano modele panelowe (panel zbilansowany) uogólnioną metodą najmniejszych kwadratów, model panelowy o stałych efektach i model panelowy o zmiennych efektach [por. Baltagi 2003, Kufel 2007, Griliches, Intriligator 2007]. W wyniku kolejnych iteracji, na podstawie statystyk opisujących modele stwierdzono⁴, iż najlepszym rozwiązaniem dla opisanego problemu badawczego jest zastosowanie modeli panelowych o stałych efektach (*fixed effects*). Ogólną postać modelu panelowego o stałych efektach można zapisać za pomocą następującej formuły:

$$y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

gdzie:

$t = 1, \dots, T$ – liczba okresów,

$i = 1, \dots, N$ – liczba jednostek,

y_{it} – zmienna objaśniana,

α_i – indywidualny efekt, stały względem czasu i różny dla różnych jednostek,

X_{it} – wektor $1 \times n$ obserwacji n zmiennych objaśniających, dla i -tej jednostki w czasie t ,

ε_{it} – wektor $(T \times 1)$, T składników losowych dla i -tej jednostki.

Zmiennymi objaśnianymi zostały w modelu 1 – wskaźnik obrotu należnościami w dniach, w modelu 2 – wskaźnik obrotu zobowiązaniami w dniach, w modelu 3 – wskaźnik obrotu zapasami w dniach⁵. Do grupy zmiennych objaśniających zakwalifikowano mierniki finansowe (dane z bilansu i rachunku wyników, oszacowane: wartość dodaną⁶, wydajność pracy⁷, nadwyżkę finansową⁸) i wskaźniki finansowe (płynności, rentowności, zadłużenia) oraz dane na temat przeznaczenia wyniku finansowego netto (pozyskane z uchwał o podziale zysku). Po przeprowadzeniu oceny współliniowości zmiennych (*VIF*) zbudowano model regresji. Dodatkowo w modelu uwzględniono zmienną – czynnik czasu oznaczony jako *dt_2-dt_7*. Model rozszerzono w celu jednoczesnej estymacji obydwu efektów (czas w

⁴ Współczynnik determinacji R^2 , Skorygowany R^2 , Statystyka F, Test Doornika-Hansena [1994] chi-kwadrat, test Hausmana.

⁵ Wskaźniki sprawności zostały obliczone z zastosowaniem najbardziej powszechnych w literaturze finansów formuł: wskaźnik obrotu należnościami = (należności \times 365)/przychody ze sprzedaży, wskaźnik obrotu zobowiązaniami = (zobowiązania \times 365)/przychody ze sprzedaży, wskaźnik obrotu zapasami = (zapasy \times 365)/przychody ze sprzedaży.

⁶ Wartość dodana – suma wyniku finansowego netto, amortyzacji, podatku rolnego i innych podatków oraz opłat obciążających koszty, czynszu dzierżawnego, obowiązkowych obciążeń wyniku finansowego, kosztów kapitału obcego (odsetki) oraz kosztów wynagrodzeń wraz ze świadczeniami.

⁷ Wydajność pracy – wartość dodana na jednego pełnozatrudnionego.

⁸ Nadwyżka finansowa = wynik finansowy netto + amortyzacja.

modelu jest uwzględniony jako *T-1* dodatkowych zmiennych zero-jedynkowych, które mają za zadanie wyspecyfikować efekty charakterystyczne dla poszczególnych lat). Wszystkie zmienne poddano logarytmowaniu.

WYNIKI BADAŃ I DyskusJA

W tabeli 1 zaprezentowano dane charakteryzujące badane przedsiębiorstwa. Cechowały się one stabilną powierzchnią użytków rolnych o nieznacznie malejącej tendencji (niewiele ponad 2%). Średnia powierzchnia przedsiębiorstw w badanych okresie wyniosła 1304 ha UR. Jednostki te cechowały się także malejącym poziomem zatrudnienia. Rozpatrując zatrudnienie na 100 ha UR stwierdzono, że przedsiębiorstwa postępowały racjonalnie redukując zatrudnienie o 0,71 osoby/100 ha UR. Jednocześnie zaobserwowano znaczący wzrost poziomu stopy zwrotu z kapitału własnego. Wskaźnik osiągnął maksimum w 2004 r., kiedy po wstąpieniu do Unii Europejskiej, na skalę masową pojawiło się zjawisko dopłat bezpośrednich. Bez wątpienia miało to wpływ na znaczący wzrost wskaźnika (z 6,2% w 2003 r. do 17,4% w 2004 r.). W kolejnych latach stopa zwrotu z kapitału własnego utrzymywała się na stosunkowo wysokim i stabilnym poziomie, wskazując na uzyskiwanie przez badane przedsiębiorstwa 10% stopy zwrotu z kapitału własnego.

Jednocześnie stwierdzono znaczący odsetek przedsiębiorstw realizujących wypłaty dywidend, od 19 do 34%. Najwięcej przedsiębiorstw podejmowało decyzje o wypłatach dywidend od 2004 r., gdy pojawiły się dopłaty do działalności rolniczej. W tabeli 1 zaprezentowano wskaźniki sprawności gospodarowania badanych przedsiębiorstw. Zaobserwowano wyraźne wydłużenie wskaźnika obrotu należności w dniach (ponad dwukrotnie), co nie jest zjawiskiem pozytywnym. Wskazuje ono na spowolnienie splotu środków pieniężnych do badanych przedsiębiorstw (z tytułu zrealizowanej sprzedaży). Jednocześnie skróceniu (średnio o 8 dni) uległ wskaźnik obrotu zobowiązaniami, co z kolei należy postrzegać jako zjawisko pozytywne, z punktu widzenia wizerunku firmy. Przedsiębiorcy rolni w kolejnych latach przywiązywali większą wagę do terminów regulowania zobowiązań bieżących⁹.

Relatywnie stabilnie kształtował się wskaźnik obrotu zapasów w dniach (rostęp 113-126), co jest zdeterminowane cyklem produkcyjnym w badanych przedsiębiorstwach (należy pamiętać, że badania dotyczą panelu zbilansowanego, a w przedsiębiorstwach rolniczych przemiany procesu produkcyjnego dokonują się wolno i stosunkowo rzadko).

Tabela 1. Wybrane wskaźniki charakteryzujące badane przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Wielkości w roku						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Powierzchnia UR [ha]	1316	1317	1309	1311	1299	1292	1284
Zatrudnienie na 100 ha UR [os./ha]	5,20	5,07	4,80	4,72	5,17	4,35	4,49
ROE [%]	7,58	5,46	6,20	17,41	9,98	9,02	11,85
Odsetek przedsiębiorstw wypłacających dywidendę [%]	26,9	19,4	29,9	34,3	28,4	29,9	28,4
Wskaźnik obrotu należności [dni]	32	50	43	53	65	76	75
Wskaźnik obrotu zobowiązań [dni]	85	92	95	82	78	84	77
Wskaźnik obrotu zapasów [dni]	115	114	126	113	114	118	121

Źródło: badania własne.

⁹ Stwierdzenie to znalazło swoje potwierdzenie w wywiadach przeprowadzonych z kierownictwem przedsiębiorstw.

Tabela 2. Wyniki estymacji danych panelowych dla zmiennej obrót należnościami w dniach – model o stałych efektach

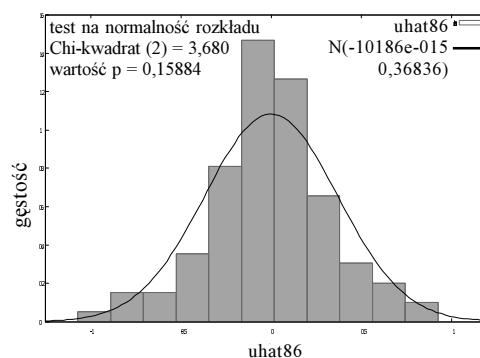
Model 1: Estymacja ustalone efekty Zmienna zależna: I_Obrót_należnościami					
Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienne	współczynnik	błąd standardowy	t-Student	p-value	istotność
Const	7,59889	5,22873	1,4533	0,15110	
I_ProduktywnośćAktywów	-1,90888	0,364343	-5,2392	<0,00001	***
I_InwestycjeKrótkoterminowe	-0,156529	0,0410088	-3,8170	0,00031	***
I_UżytkiRolne	-1,76011	0,585244	-3,0075	0,00378	***
I_WartośćDodana	1,17738	0,534676	2,2020	0,03133	**
dt_2	0,224498	0,190044	1,1813	0,24193	
dt_3	0,298188	0,152412	1,9565	0,05485	*
dt_4	0,471635	0,241483	1,9531	0,05526	*
dt_5	0,44059	0,204009	2,1597	0,03461	**
dt_6	0,66823	0,269551	2,4791	0,01586	**
dt_7	0,137824	0,345052	0,3994	0,69093	

Współczynnik determinacji $R^2 = 0,83054$ Skorygowany $R^2 = 0,70950$ Statystyka $F = (45, 63) = 6,86163$ (wartość $p < 0,00001$)Test Doornika-Hansena chi-kwadrat (2) = 3,67972 (wartość $p = 0,15884$)

*** zmienna istotna przy poziomie istotności 1%, ** zmienna istotna przy poziomie istotności 5%, * zmienna istotna przy poziomie istotności 10%.

Źródło: badania własne.

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki estymacji panelowych opisując determinanty wskaźnika obrotu należnościami w dniach. Wyniki estymacji pozwalają na stwierdzenie, iż wraz ze zwiększaniem się produktywności aktywów, wzrostem wartości inwestycji krótkoterminowych oraz większą powierzchnią użytków rolnych skraca się czas od momentu zrealizowania sprzedaży do momentu uzyskania za tę sprzedaż wpłaty środków pieniężnych. Zależności te należy uznać za zgodne z prawidłami ekonomii, w tym finansów przedsiębiorstw. Interesującym wydaje się, że wraz ze wzrostem wartości dodanej wypracowanej w przedsiębiorstwach wydłużał się termin spływu należności. Co również znajduje swoje uzasadnienie w znanych zależnościach ekonomicznych. W zakresie wskaźnika obrotu należnościami nie została potwierdzona hipoteza badawcza. Na rysunku 1 zaprezentowano rozkład reszt dla modelu 1.



Rysunek 1. Rozkład reszt dla modelu 1.

Źródło: badania własne.

W tabeli 3 zawarto wyniki estymacji panelowych, opisujących determinanty wskaźnika obrotu zobowiązaniami w dniach. Uzyskane wyniki pozwalają na wydzielenie dwóch grup zmiennych: stymulant i destymulant. Czynniki wpływającymi na wydłużenie czasu od momentu powstania zobowiązania do jego uregulowania były koszty finansowe, które wynikały ze zwiększenia zadłużenia krótko- oraz długoterminowego, wpływając jednocześnie na wzrost zobowiązań krótkoterminowych, a więc w konsekwencji wydłużając termin ich spłaty. Dodatkowo tak samo oddziaływała na długość regulacji zobowiązań kwota wypłaty dywidendy w badanych przedsiębiorstwach. Ma to swoje uzasadnienie w fakcie, że

Tabela 3. Wyniki estymacji danych panelowych dla zmiennej obrót zobowiązaniami w dniach – model o stałych efektach

Model 2: Estymacja ustalone efekty					
Zmienna zależna: l_ObrótZobowiązaniami					
Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienne	współczynnik	błąd standardowy	t-Student	p-value	istotność
Const	11,6428	5,40743	2,1531	0,03476	**
l_KosztyDziałalnościOperacyjnej	-1,13299	0,534356	-2,1203	0,03753	**
l_KosztyFinansowe	0,209183	0,0884397	2,3653	0,02079	**
l_RentownośćKapitałuWłasnego	0,157149	0,0853425	1,8414	0,06980	*
l_WypłataDywidendy	-0,152242	0,0507841	-2,9978	0,00376	***
dt_2	0,216835	0,0823808	2,6321	0,01043	**
dt_3	-0,0336915	0,1552	-0,2171	0,82877	
dt_4	0,317856	0,166577	1,9082	0,06047	*
dt_5	0,119672	0,167371	0,7150	0,47698	
dt_6	0,256845	0,208969	1,2291	0,22315	
dt_7	0,449092	0,2426	1,8512	0,06836	*

Współczynnik determinacji $R^2 = 0,83895$

Skorygowany $R^2 = 0,73082$

Statystyka F (47, 70) = 7,75848 = (wartość p < 0,00001)

Test Doornika-Hansena chi-kwadrat (2) = 7,92088 (wartość p = 0,0190548)

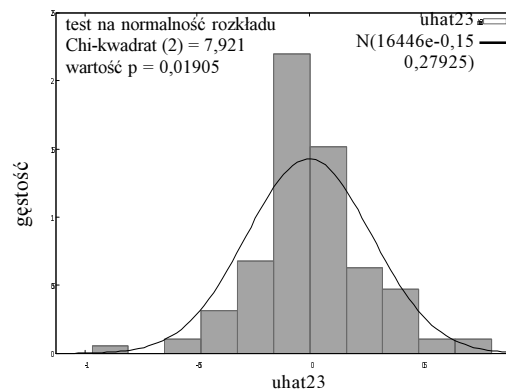
*** zmienna istotna przy poziomie istotności 1%, ** zmienna istotna przy poziomie istotności 5%, * zmienna istotna przy poziomie istotności 10%.

Źródło: badania własne.

od momentu podjęcia uchwały o wypłacie dywidendy staje się ona wiążącym zobowiązaniem, które powinno zostać uregulowane w okresie do 3 miesięcy. Dywidenda zwiększa więc poziom zobowiązań bieżących, a tym samym powiększa wielkość wskaźnika. W zakresie wskaźnika obrotu zobowiązaniami potwierdzona więc została hipoteza badawcza.

Ciekawym zjawiskiem był odwrotny wpływ wartości kosztów operacyjnych i wskaźnika stopy zwrotu z kapitału własnego. Ma to również swoje uzasadnienie w prawidłach finansów. Zwiększenie kosztów działalności operacyjnej wynika za-

zwyczaj ze wzrostu skali działalności¹⁰, a przy zsynchronizowanej polityce zarządzania kapitałem obrotowym (w tym należnościami, zapasami i zobowiązaniami) pozwala na regulowanie zobowiązań, po uzyskaniu należności od kontrahentów. W tym aspekcie wzrost pozio-



Rysunek 2. Rozkład reszt dla modelu 2.

Źródło: badania własne.

¹⁰ Biorąc pod uwagę aktualne dla badanego okresu wskaźniki zmian cen należy uznać, że inflacja nie była czynnikiem zniekształcającym uzyskane wyniki. W celu weryfikacji tego poglądu przeprowadzono oddzielne symulacje z uwzględnieniem zjawiska zmian cen w czasie, nie wpłynęło to jednak na uzyskane wyniki badań modelowych.

mu kosztów działalności operacyjnej wpływa na zmniejszenie poziomu wskaźnika regulacji zobowiązań bieżących. Podobnie sytuacja przedstawia się w przypadku stopy zwrotu z kapitału własnego. Wzrost tego wskaźnika zazwyczaj świadczy o poprawie sytuacji finansowej przedsiębiorstw¹¹. Biorąc pod uwagę zjawisko zatorów płatniczych, z którymi od ponad dziesięciolecia borykają się przedsiębiorcy rolni, można uznać, że lepsze efekty uzyskują te jednostki, które są w stanie terminowo regulować zobowiązania bieżące¹². Na rysunku 2 zaprezentowano rozkład reszt dla modelu 2.

Tabela 4. Wyniki estymacji danych panelowych dla zmiennej obrót zapasami w dniach – model o stałych efektach

Model 3: Estymacja ustalone efekty					
Zmienna zależna: \ln _ObrótZapasami					
Odporne błędy standardowe (robust HAC)					
Zmienne	współczynnik	błąd standardowy	t-Student	p-value	istotność
Const	5,59698	1,43692	3,8951	0,00019	***
\ln PrzychodySprzedaży	-0,290859	0,108896	-2,6710	0,00906	***
\ln InwestycjeKrótkoterminowe	-0,0424011	0,0221441	-1,9148	0,05888	*
\ln ProduktynnośćAktywów	-0,774001	0,181689	-4,2600	0,00005	***
\ln NadwyżkaFinansowa	-0,149737	0,0638368	-2,3456	0,02132	**
dt_2	0,0819643	0,0914177	0,8966	0,37247	
dt_3	0,0208454	0,0855961	0,2435	0,80818	
dt_4	0,0865074	0,099314	0,8710	0,38618	
dt_5	0,0809513	0,0968793	0,8356	0,40573	
dt_6	-0,036049	0,0989045	-0,3645	0,71640	
dt_7	0,0507347	0,122762	0,4133	0,68044	

Współczynnik determinacji $R^2 = 0,94637$

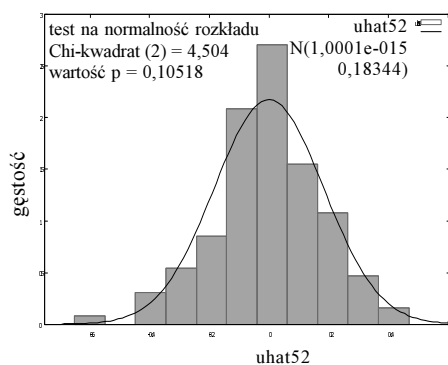
Skorygowany $R^2 = 0,92050$

Statystyka $F = (41, 85) = 36,5846$ (wartość $p < 0,00001$)

Test Doornika-Hansena chi-kwadrat (2) = 4,50417 (wartość $p = 0,10518$)

*** zmienna istotna przy poziomie istotności 1%, ** zmienna istotna przy poziomie istotności 5%, * zmienna istotna przy poziomie istotności 10%.

Źródło: badania własne.



Rysunek 3. Rozkład reszt dla modelu 3.

Źródło: badania własne.

W tabeli 4 zawarto wyniki estymacji panelowych przyjmując za zmienną objaśnianą wskaźnik obrotu zapasami w dniach, a na rysunku 3 rozkład reszt dla modelu 3. Zidentyfikowano cztery czynniki kształtujące wskaźnik (zauważyć należy, że model w 94,6% wyjaśnia zmienność wskaźnika obrotu zapasami w dniach, bardzo wysoki jest też poziom statystyki F).

Za najsilniejszą determinantę należy uznać produktywność aktywów. Poza wartością przychodów ze sprzedaży oraz inwestycji krótkoterminowych interesującym

¹¹ Chociaż nie zawsze, gdyż może wynikać ze zmniejszenia wartości kapitału własnego.

¹² Pamiętaj jednak należy o niedoskonałościach wskaźnika stopy zwrotu z kapitału własnego (więcej Franc-Dąbrowska 2009, s. 239-249).

wyduje się włączenie do modelu zmiennej objaśniającej – nadwyżki finansowej. Z równoległe realizowanych przez autorkę badań wynika, że nadwyżka finansowa stanowi silną determinantę wyjaśniającą wiele zjawisk finansowych w badanych przedsiębiorstwach. Zmiana ta wpływa również na zmienność długości trwania cyklu obrotu zapasami w dniach. Budowa modelu wskazuje jednoznacznie, że wraz ze wzrostem przychodów ze sprzedaży zwiększa się tempo obrotu zapasami, co jest zjawiskiem naturalnym w finansach przedsiębiorstw. Nie stwierdzono zależności pomiędzy wskaźnikiem obrotu zapasami a wypłatami dywidendy, a więc w tym zakresie nie została potwierdzona hipoteza badawcza.

WNIOSKI

Przeprowadzone badania dowodzą, że:

1. Można uznać, iż kilka powtarzających się zmiennych wyjaśnia zjawisko sprawności gospodarowania w badanych przedsiębiorstwach. Należą do nich: produktywność aktywów i inwestycje krótkoterminowe.
2. Do determinant cyklu obrotu należnościami zakwalifikowano produktywność aktywów, wartość inwestycji krótkoterminowych, powierzchnię użytków rolnych oraz wartość dodaną. Należy uznać, że są to czynniki, na które powinni zwracać uwagę zarządzający przedsiębiorstwami kształtując politykę udzielania kredytu kupieckiego (ustalania terminów regulowania należności przez kontrahentów).
3. Do determinant kształtujących wskaźnik obrotu zobowiązaniami w dniach należą: koszty działalności operacyjnej, koszty finansowe, stopa zwrotu z kapitału własnego oraz kwota wypłaty dywidendy. W związku z największą istotnością zmiennej kwoty wypłaty dywidendy, przedsiębiorcy powinni przywiązywać szczególną uwagę do decyzji o wypłacie dywidendy, gdyż w konsekwencji mogą skutkować pogarszaniem sytuacji finansowej przedsiębiorstw.
4. Wskaźnik obrotu zapasami w dniach został wyjaśniony przez zmienne: wartość przychodów ze sprzedaży, poziom inwestycji krótkoterminowych, produktywność aktywów oraz nadwyżka finansowa.
5. Przeprowadzone badania pozwoliły na potwierdzenie hipotezy badawczej jedynie w zakresie wskaźnika obrotu zobowiązaniami, co wynika z charakteru dywidendy. W odniesieniu do wskaźnika obrotu należnościami w dniach oraz zapasami w dniach hipoteza badawcza została odrzucona, a więc wypłata dywidendy nie wpływa na te dwa parametry charakteryzujące sprawność gospodarowania przedsiębiorstw rolniczych.

LITERATURA

- Baltagi B.H. 2003: *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons, LTD, England, s. 12-15.
- Barry P.J., Ellinger P.N., Hopkin J.A., Baker C.B. 1995: *Financial Management in Agriculture*. Interstate Publishers, Inc, Danville, Illinois, s. 108.
- Brigham E.F., Houston J.F. 2005: *Podstawy zarządzania finansami t. 1*. PWE, Warszawa, s. 112.
- Franc-Dąbrowska J. 2009: *Struktura kapitału a podział zysku w spółkach giełdowych przemysłu rolno-spożywczego*. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* Nr 48, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 239-249.
- Gabrusewicz W. 2007: *Podstawy analizy finansowej*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 268-269.

- Griliches Z., Intriligator M.D. 2007: Handbook of econometrics. V 2. Elsevier North Holland, Spain, s 1248-1318.
- Kufel T. 2007: Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 164-167.
- Modigliani F., M. H. Miller 1961: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, nr 4/1961 (June), s. 411-433.
- Modigliani F., M. H. Miller 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, nr 3/1963 (June), s. 433-443.
- Rocznik Giełdowy 2001-2009. 2001-2009: Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Rutkowski A. 2007: Zarządzanie finansami. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 90.
- Sierpińska M., Jachna T. 2004: Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 184.
- Wasilewski M. 2006: Efektywność i sprawność gospodarowania w przedsiębiorstwach rolniczych w zależności od strategii zarządzania kapitałem pracującym. [W:] Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa: teoria i praktyka, T. 1. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 369-378.

Justyna Franc-Dąbrowska

EFFICIENCY RATIOS IN THE VIEW OF DIVIDENDS PAYMENTS
IN THE AGRICULTURAL COMPANIES – MODEL APPROACH

Summary

The article presents results of model analysis which were conducted to identify factors impacting efficiency ratios in the agricultural companies. The research sample covered 67 entities in the years 2001-2007. Statistically important dependencies were found between efficiency (payables turnover ratio) and dividend policy adopted in the studied companies.

Adres do korespondencji:
dr inż. Justyna Franc-Dąbrowska
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
ul. Nowoursynowska 166
02-787 Warszawa
tel. (0 22) 593 42 14
e-mail: justyna_franc_dabrowska@sggw.pl