Finanse

# Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy

## Determinanty – reakcja rynku – ocena

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

# Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy

Determinanty – reakcja rynku – ocena

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

# Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy

## Determinanty – reakcja rynku – ocena

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO
Łódź 2019

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak – Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania
Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, 90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26

RECENZENT
*Mieczysław Kowerski*

REDAKTOR INICJUJĄCY
*Monika Borowczyk*

REDAKTOR
*Monika Poradecka*

SKŁAD I ŁAMANIE
*Mateusz Poradecki*

KOREKTA TECHNICZNA
*Anna Sońta*

PROJEKT OKŁADKI
*Katarzyna Turkowska*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/belchonock

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Bogna Kaźmierska-Jóźwiak, Łódź 2019
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2019

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons. Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.8726.18.0.M

Ark. druk. 13,375

ISBN 978-83-8142-541-4
e-ISBN 978-83-8142-542-1

https://doi.org/10.18778/8142-541-4

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

# Spis treści

**Wstęp** **7**

**1. Wprowadzenie do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy** **21**
1.1. Pojęcie i istota dywidendy 21
1.2. Prawo do dywidendy a prawa akcjonariuszy 24
1.3. Formy wypłat dywidendy 28
1.4. Metody pomiaru i oceny polityki dywidend 31
1.5. Pojęcie i istota nabywania akcji własnych spółki 34
1.6. Europejskie regulacje dotyczące nabywania akcji własnych 36
1.7. Nabywanie i umarzanie akcji własnych w prawie polskim 38
1.8. Metody nabywania akcji własnych 44
1.9. Motywy nabywania akcji własnych 48
1.10. Podsumowanie 54

**2. Teorie wyjaśniające politykę wypłat na rzecz akcjonariuszy** **57**
2.1. Teoria nieistotności dywidend 57
2.2. Teoria prodywidendowa 60
2.3. Podejście antydywidendowe 65
2.4. Polityka wypłat w świetle teorii agencji 70
2.5. Polityka wypłat w oparciu o teorię cyklu życia przedsiębiorstwa 73
2.6. Efekt klienteli 78
2.7. Asymetria informacji i teoria sygnalizacji 84
2.8. Polityka wypłat w świetle teorii cateringowej 93
2.9. Podsumowanie 97

**3. Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000–2017** **99**
3.1. Uzasadnienie podjęcia badania 99
3.2. Dobór spółek do badania 101
3.3. Analiza polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie 102
3.4. Analiza wypłat na rzecz akcjonariuszy niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie 108
3.5. Sektorowa analiza wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie 115
3.6. Charakterystyka spółek według podejścia do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy 119
3.7. Podsumowanie 123

**4. Badanie skłonności spółek do realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy 127**
4.1. Cele i hipotezy badawcze 127
4.2. Założenia metodyczne 131
4.2.1. Wybór narzędzia badawczego 131
4.2.2. Specyfikacja zmiennych 133
4.3. Wyniki badania 135
4.3.1. Analiza skłonności spółek do wypłaty dywidendy 135
4.3.2. Analiza skłonności spółek do nabywania akcji własnych 144
4.4. Skłonność do prowadzenia polityki wypłat przez niefinansowe krajowe spółki giełdowe – wnioski 151
4.5. Podsumowanie 155

**5. Reakcja rynku na inicjowanie wypłat na rzecz akcjonariuszy 159**
5.1. Uzasadnienie podjęcia badania 159
5.2. Cel badania, hipotezy badawcze 160
5.3. Metodyka badania 161
5.4. Wyniki i wnioski z badania empirycznego 166
5.5. Podsumowanie 177

**Zakończenie 179**

**Bibliografia 187**

**Spis tabel 207**

**Spis wykresów 209**

**Abstract 211**

**Od Redakcji 213**

# Wstęp

Wiek XX przyniósł istotne zmiany na rynkach kapitałowych, wywołane przeobrażeniami otoczenia ekonomicznego i prawno-regulacyjnego, w tym dotyczące polityki dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Tendencja, która miała swój początek na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, dotyczyła poszerzania wachlarza rozwiązań z zakresu możliwości finansowych rozliczeń spółki z jej właścicielami. Jak zauważa Sławomir Zarębski (2013), najpierw w Stanach Zjednoczonych, a później na całym świecie zaczęto stosować pojęcie *payout policy*, co oznacza przejście z jednostronnej polityki dywidend (*dividend policy*) w wieloskładnikową politykę wypłat inwestorskich (*payout policy*, *corporate payout policy*, *distribution policy*). Takie szerokie podejście do polityki wypłat, uwzględniające różne możliwe formy płatności na rzecz właścicieli, autorka przyjmuje w niniejszej pracy.

Uznano również za zasadne przyjęcie definicji polityki wypłat zaproponowanej przez Mieczysława Kowerskiego (2017), który uważa, że polityka wypłat to zbiór decyzji dotyczących podziału zysku netto wypracowanego przez spółkę, a więc decyzji dotyczących tego, czy dokonać wypłat na rzecz akcjonariuszy, a jeżeli tak, to jaką część zysku wypłacić, a jaką pozostawić w spółce oraz w jakiej formie dokonać transferu gotówki.

Harry DeAngelo, Linda DeAngelo i Douglas J. Skinner (2008), omawiając politykę wypłat, wskazują, iż ważne są trzy kwestie, co do których należy podjąć decyzje: ile, kiedy i jak (*how much, when, and how*). Podejście tych autorów jest zatem dość stanowcze – spółki powinny dzielić się zyskiem z akcjonariuszami, dyskusyjne jest tylko kiedy, w jakim stopniu i w jakiej formie.

Nabycie akcji własnych wskazywane jest jako druga najpopularniejsza, obok wypłat dywidend, forma transferu zysku netto spółki do akcjonariuszy. W literaturze światowej na to zagadnienie zwracali już uwagę Frank H. Easterbrook (1984) oraz Michael C. Jensen (1986), którzy twierdzili, że działania menedżerów mogą być kontrolowane przez wypłaty wypracowanej przez spółkę nadwyżki finansowej (przez dywidendy lub nabycia akcji własnych). Natomiast nie ma znaczenia forma wypłat realizowanych przez spółkę. W późniejszych latach – wraz z rosnącym zainteresowaniem programami nabywania akcji własnych, zwłaszcza na rynku amerykańskim – zaczęto analizować, czy nabycia akcji własnych nie zastępują dywidend (Skinner, 2008).

Eugene F. Fama i Kenneth R. French (2001) na podstawie wyników badań z lat 1926–1999 zwrócili uwagę na malejącą skłonność amerykańskich publicznych niefinansowych spółek do wypłacania dywidendy. Odnotowali zmniejszenie udziału firm wypłacających dywidendy z 66,5% w 1978 do 20,8% w 1999 roku. Spadek ten był na tyle gwałtowny, że autorzy wprowadzili do literatury pojęcie znikających dywidend (*disappearing dividends*) (Fama, French, 2001). Jednocześnie zaobserwowano wzrost wartości wypłacanych dywidend (DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2004), potwierdzony późniejszymi badaniami – między innymi zespołu w składzie Eric Floyd, Nan Li, Douglas J. Skinner (2015).

Na początku lat osiemdziesiątych XX wieku w Stanach Zjednoczonych odnotowano wzrost zainteresowania nabywaniem akcji własnych spółek. W latach 1972–1983 wartość nabytych akcji wynosiła średnio 10,9% wartości wypłaconych dywidend, w roku 1998 po raz pierwszy przekroczyła wartość dywidend, a w 2000 roku osiągnęła 113,1% wartości dywidend (Grullon, Michaely, 2002, s. 1656). Podobne wnioski przedstawia Aswath Damodaran (2017), podkreślając wzrost znaczenia nabywania akcji własnych spółek publicznych z grupy S&P 500 w stosunku do wypłat dywidendy w latach 1991–2007. Jeżeli w roku 1991 zagregowana suma dywidend wypłaconych przez analizowane spółki wynosiła niewiele ponad 100 mln dolarów, a wydatki na nabycie akcji własnych stanowiły około 30 mln dolarów, to w roku 2007 na nabycie akcji własnych przeznaczono ponad 500 mln dolarów, a na wypłatę dywidend ponad 200 mln dolarów. Obecnie, zdaniem Damodarana, amerykańskie spółki wciąż wypłacają drogą realizacji programów nabywania akcji własnych więcej środków niż ich globalni odpowiednicy[1].

Wyniki badania Henka Von Eije i Williama L. Megginsona (2008) wskazują, że w Europie, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, spada odsetek firm płacących dywidendy, jednocześnie rośnie łączna wartość dywidend. Odnotowano także wzrost aktywności w obszarze nabywania akcji własnych. Początek tego zjawiska datowany jest w Europie dużo później niż w USA, natomiast natężenie wzrostu w ostatniej dekadzie było silniejsze niż w Stanach Zjednoczonych. Kowerski (2016) wskazuje na spadek udziału spółek płacących dywidendy w Unii Europejskiej z 87,7% w latach 1989–1990 do 50,9% piętnaście lat później. Równocześnie spadkowi udziału płacących dywidendy towarzyszył szybki wzrost wartości wypłacanych dywidend – z 34,8 mld euro w 1994 do 114 mld euro w 2001 roku (Kowerski, 2016)[2]. Ponadto zaobserwowano tendencję do zwiększania wskaźnika

1 W 2017 roku środki wypłacone przez amerykańskie spółki w formie nabycia akcji własnych stanowiły łącznie 53,69% zwrotu gotówki dla właścicieli, podczas gdy w przypadku spółek brytyjskich było to zaledwie 20,72%.

2 Jak wynika z badań HGI (Henderson Global Dividend Index, 2015), wzrasta wartość dywidend wypłaconych na świecie – w roku 2012 po raz pierwszy przekroczyła 1 bln dolarów, w roku 2014 było to już 1,17 bln dolarów.

wypłaty dywidendy w Europie. Mustafa E. Sakinç (2017)[3] stwierdza, że spółki europejskie, podobnie jak amerykańskie, dokonują wypłat na rzecz akcjonariuszy. Podkreśla jednak małe znaczenie nabywania akcji własnych, które realizuje nieliczna grupa spółek.

Nabywanie akcji własnych jest wciąż stosunkowo nowym rozwiązaniem prawnym. Mimo zainteresowania badaczy w ostatnich latach nadal jest zagadnieniem niedostatecznie eksplorowanym w literaturze. Ponadto należy zauważyć, że zarówno na gruncie krajowym, europejskim, jak i światowym niewiele jest opracowań, których przedmiotem są obie formy przekazywania gotówki dla akcjonariuszy – dywidenda i nabywanie akcji własnych.

Zazwyczaj badania obejmują swoim zasięgiem albo problematykę polityki dywidend, albo zagadnienia związane z nabywaniem akcji własnych. Istniejące kierunki badań koncentrują się na kilku wybranych obszarach. Do pierwszego zaliczyć należy badania nad wpływem dywidend na wartość spółki, które zaowocowały trzema wzajemnie wykluczającymi się podejściami – teorią nieistotności dywidend Mertona H. Millera i Franco Modiglianiego (1961), teorią prodywidendową (Lintner, 1956; 1962; Gordon, 1959) oraz teorią antydywidendową (teorią preferencji podatkowych), za twórców której uważa się Roberta H. Litzenbergera i Krishnę Ramaswamy'ego (1979).

Drugi obszar rozważań obejmuje problematykę motywów polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych. Badacze starają się wyjaśnić przyczyny podejmowania przez spółki decyzji o wypłacie dywidend, realizacji programów nabywania akcji własnych, analizując je w świetle teorii ekonomicznych. W analizowanym obszarze można wyróżnić kilka nurtów. Do pierwszego można zaliczyć prace analizujące politykę wypłat w kontekście teorii agencji (*agency theory*). Autorami prac tak opisanego nurtu są między innymi Michael S. Rozeff (1982), Frank H. Easterbrook (1984), Michael C. Jensen (1986), Rafael La Porta i inni (2000), Harry DeAngelo, Linda DeAngelo i Douglas J. Skinner (2000), Micah S. Officer (2011), Lubomir Petrasek (2012). Problematyka teorii agencji implikuje kolejny problem badawczy obejmujący wpływ struktur własnościowych spółek na politykę dywidendową. Autorami podejmującymi zagadnienia z tego obszaru są między innymi Espen B. Eckbo i Savita Verma (1994), George W. Fenn i Nellie Liang (2001), Helen Short, Hao Zhang i Kevin Keasey (2002), Klaus Gugler i Burcin B. Yurtoglu (2003), Grzegorz Trojanowski (2004), Luc Renneboog i Grzegorz Trojanowski (2005; 2011), Oskar Kowalewski, Ivan Stetsyuk i Oleksandr Talavera (2007a; 2007b), Aleksandra

3 Badaniu poddano 298 spółek pochodzących z 16 krajów Europy (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Norwegia, Portugalia, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania, Włochy), które były częścią indeksu S&P Europe 350, obejmującego około 70% europejskiego rynku.

Pieloch-Babiarz (2015), Mirosław Wypych (2015), Mieczysław Kowerski (2015), Andrzej Zyguła (2015; 2017), Leszek Bohdanowicz (2016, s. 228–236), Mieczysław Kowerski i Mirosław Wypych (2016), Bogna Kaźmierska-Jóźwiak (2016), Aleksandra Pieloch-Babiarz (2017a; 2017b), Sebastian Kuhlmann i Joachim Rojahn (2017), Maria Aluchna, Tomasz Berent i Bogumił Kamiński (2019).

Trzeci obszar obejmuje badania opisujące politykę dywidend czy nabywanie akcji własnych w odniesieniu do teorii cyklu życia (*life cycle theory*). Zgodnie z nią jednym z czynników determinujących decyzje o wypłacie dywidendy (nabyciu akcji własnych) w spółkach są ich możliwości inwestycyjne. Podmioty będące w początkowych etapach cyklu życia mają relatywnie duże możliwości inwestycyjne, w związku z czym zatrzymują wypracowane zyski i nie wypłacają dywidend. Do autorów weryfikujących teorię dywidend opartą na teorii cyklu życia należą między innymi Dennis C. Mueller (1972), Henry G. Grabowski i Denis C. Mueller (1975), Gustavo Grullon, Roni Michaely i Bhaskaran Swaminathan (2002), Harry DeAngelo i Linda DeAngelo (2006), Harry DeAngelo i inni (2006), Jesus M. Salas i Candra Chahyadi (2006), Laarni T. Bulan i Narayanan Subramanian (2009), Jeffrey J. Coulton i Caitlin Ruddock (2011), Mieczysław Kowerski (2013b), H. Kent Baker i Erhan Kilincarslan (2018).

Kolejny kierunek obejmuje badania nad zawartością informacyjną dywidend. To zagadnienie jako problem badawczy podejmowane było już w latach pięćdziesiątych XX wieku. John Lintner (1956), Sudipto Bhattacharya (1979), Merton H. Miller i Kevin Rock (1985) czy Kose John i Joseph Williams (1985) zaimplementowali koncepcje teorii sygnalizacji i asymetrii informacji w obszarze finansów. Na bazie teorii sygnalizacji powstała hipoteza dotycząca zawartości informacyjnej dywidendy (*the information content of dividends*) czy teoria zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych (*the information content of share repurchase programs*). Autorami prac weryfikujących teorię sygnalizacji dywidend są między innymi Paul Asquith i David W. Mullins Jr (1983), Edward A. Dyl i Robert A. Weigand (1998), Marc Goergen, Luc Renneboog i Luis Correia Da Silva (2005), Yakov Amihud i Kefei Li (2006), Elisabete Simões Vieira i Clara C. Raposo (2007), Kai Li i Xinlei Zhao (2008). Badacze, którzy podjęli problematykę teorii sygnalizacji nabywania akcji własnych, to między innymi Theo Vermaelen (1981), Robert Comment i Gregg A. Jarrell (1991), David Ikenberry i inni (1995), Clifford P. Stephens i Michael S. Weisbach (1998), Ian Ramsay i Asjeet S. Lamba (2000), Gustavo Grullon i Roni Michaely (2004), Hua Zhang (2005), Andreas Hackethal i Alexandre Zdantchouk (2006), Jin Wang i Lewis D. Johnson (2008), Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz i Martin Seim (2009), Ali C. Akyol i Chi Chong Foo (2013), Dimitris Andriosopoulos i Meziane Lasfer (2015). Reakcję rynku polskiego na ogłoszenie informacji o wypłatach dywidend czy inicjowaniu dywidend

testowali między innymi Henryk Gurgul i Paweł Majdosz (2005), Leszek Czerwonka (2010b), Tomasz Słoński i Bartosz Zawadzki (2012b; 2012c), Agnieszka Perepeczo (2013a; 2013b), Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk i Magdalena Walczak (2014), Bogna Kaźmierska-Jóźwiak (2017), Jarosław Kubiak i Leszek Czapiewski (2017a; 2017b), Urszula Mrzygłód i Sabina Nowak (2017). Hipotezę sygnalizacyjną nabywania akcji własnych na polskim rynku podejmowali na przykład Sebastian Gryglewicz (2001; 2004), Barbara Będowska-Sójka (2003), Henryk Gurgul i Paweł Majdosz (2005), Tomasz Słoński i Bartosz Zawadzki (2011; 2012a), Aleksandra Pieloch (2011a), Katarzyna Mamcarz (2012a), Elżbieta Wrońska-Bukalska, Bogna Kaźmierska-Jóźwiak i Jiri Rozkovec (2018).

W ramach problematyki teorii sygnalizacji podejmowany był kolejny obszar badań – analizujący relację między zmianami w polityce dywidend a przyszłymi wynikami firmy. Należy podkreślić, że rezultaty badań nie są jednoznaczne. Autorami prac z tej sfery naukowej są między innymi Paul M. Healy i Krishna G. Palepu (1988), Doron Nissim i Amir Ziv (2001), Harry DeAngelo, Linda DeAngelo i Douglas J. Skinner (1996), Shlomo Benartzi, Roni Michaely i Richard Thaler (1997), Gustavo Grullon, Roni Michaely i Bhaskaran Swaminathan (2002), Gustavo Grullon, Roni Michaely, Shlomo Benartzi i Richard H. Thaler (2005), a na rynku polskim Elżbieta Wrońska (2009), Bogumiła Brycz i Marek Pauka (2013a), Aleksandra Pieloch-Babiarz (2015), Marek Pauka i Martyna Żyła (2017), Bogna Kaźmierska-Jóźwiak (2017d), Andrzej Zyguła (2018).

Kolejny obszar obejmuje swoim zasięgiem badania polityki dywidend/nabywania akcji własnych na tle finansów behawioralnych. W efekcie tego powstała tak zwana cateringowa teoria dywidend (*catering theory of dividends*), zaproponowana przez Malcolma Bakera i Jeffreya Wuglera (2004a; 2004b). Następnie została ona rozszerzona na problematykę nabywania akcji własnych (m.in. Jiang i inni, 2013). Wśród innych autorów badających powyższe zagadnienie wskazać należy takie nazwiska, jak: Wei Li i Eric Lie (2006), Henk Von Eije i William L. Megginson (2008), David J. Denis i Igor Osobov (2008), Christoper Polk i Paola Sapienza (2008), Gerard Hoberg i Nagpurnanand R. Prabhala (2008), Margot De Rooij i Luc Renneboog (2009), Stephen P. Ferris, Narayanan Jayaraman i Sanjiv Sabherwal (2009). Na rynku polskim problematykę tę podejmowali: Przemysław Konieczka i Adam Szyszka (2013), Jerzy Gajdka (2013), Mieczysław Kowerski (2013a), Bogna Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Aleksandra Pieloch-Babiarz (2016) czy Kamil Cichacz i Grzegorz Wojtalik (2016).

Cele, jakie przyjęła autorka niniejszej monografii, to z jednej strony analiza i synteza światowego dorobku naukowego dotyczącego problematyki polityki dywidend, nabywania akcji własnych czy – ujmując szeroko – polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy. Natomiast drugim celem jest analiza tendencji i zmian w obszarze

polityki wypłat w krajowych, niefinansowych spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Trzeci cel obejmuje identyfikację determinant skłonności do wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Wreszcie czwartym celem jest analiza reakcji rynku na upublicznienie informacji o zainicjowaniu przez spółki wypłacania dywidendy (lub wznowienia jej wypłacania po co najmniej trzech latach) oraz ujawnienie informacji o planach nabywania akcji własnych. Powyższe cele mają charakter zarówno teoriopoznawczy, jak i empiryczny.

Dotychczasowy stan badań nad problematyką polityki wypłat wskazuje, że niewiele jest opracowań obejmujących to zagadnienie kompleksowo, a zatem analizujących nie tylko politykę dywidend, ale i problematykę związaną z nabywaniem akcji własnych. Autorka zwróciła szczególną uwagę na badania analizujące determinanty skłonności spółek do realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy. Zauważyła, że przeważają badania skupiające się albo na problematyce dywidend (modele opisujące skłonność spółek do wypłaty dywidendy), albo na determinantach polityki dywidend (Lintner, 1956; Denis, Osobov, 2008; DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006; Desai, Jin, 2011; Hail, Tahoun, Wang, 2014; He i inni, 2017), albo na problematyce nabywania akcji własnych (Dittmar, 2000; Hribar, Jenkins, Johnson, 2006; Lee, Ejara, Gleason, 2010; Andriosopoulos, Hoque, 2013).

Jedynie nieliczne badania obejmują swoim zasięgiem zarówno obszar dywidend, jak i obszar nabywania akcji własnych. Z tego punktu widzenia na uwagę zasługują prace następujących autorów: Muraliego Jagannathana, Clifforda P. Stephensa i Michaela S. Weisbacha (2000), Gustavo Grullona i Roniego Michaely'ego (2002), D.J. Skinnera (2008), Henka Von Eije i Williama L. Megginsona (2008), Luca Renneboogа i Grzegorza Trojanowskiego (2011), Marcusa Jacoba i Martina Jacoba (2013) czy Nicolene Wesson, Eona Smita, Martina Kidda i Williego D. Hammana (2018).

Jagannathan, Stephens i Weisbach (2000) testowali wyniki badań Eugene'a F. Famy i Harveya Babiaka (1968), rozszerzając analizy o nabycia akcji własnych. Do weryfikacji czynników decydujących o wyborze między dywidendą a nabyciem akcji własnych w grupie amerykańskich przemysłowych spółek w latach 1985–1994 autorzy stosują modele logitowe. W świetle wyników analiz decyzje dotyczące wypłat dywidend są powiązane z poziomem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, a decyzje dotyczące nabywania akcji własnych z poziomem przepływów pieniężnych z działalności pozaoperacyjnej.

Douglas J. Skinner (2008) podjął problematykę zmieniających się relacji między zyskami, dywidendami i nabywaniem akcji własnych na rynku amerykańskim na przestrzeni pięćdziesięciu lat. Przeprowadził badania wykorzystujące założenia Lintnera (1956) oraz Famy i Babiaka (1968), nie tylko w obszarze dywidend, ale także nabywania akcji własnych. W świetle wyników badań stwierdził on istnienie

(po 1980 roku) dwóch grup spółek dokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy: grupy spółek wypłacających dywidendy i nabywających akcje własne oraz spółek jedynie nabywających akcje własne. Zauważył, że większe, bardziej dochodowe i dojrzalsze firmy, które wcześniej wypłacały dywidendę, teraz płacą zarówno dywidendy, jak i nabywają akcje własne. Z kolei menedżerowie stali się niechętni zwiększaniu dywidend, ponieważ nabycie akcji własnych zapewnia im alternatywny sposób transferu zysku. Zdaniem Skinnera (2008) oznacza to, że tradycyjnie silny związek między dywidendami a zyskami (Fama, Babiak, 1968) znacznie osłabł pod koniec lat siedemdziesiątych XX wieku.

Von Eije i Megginson (2008) podjęli międzynarodowe badanie dotyczące ewolucji polityki wypłat oraz determinant decyzji dotyczących dywidend i nabywania akcji własnych na próbie obejmującej 4100 spółek z 15 krajów tak zwanej starej Unii Europejskiej w okresie 1989–2005. Wyniki badania wskazują, że w Europie, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, spada odsetek firm płacących dywidendy, podczas gdy łączna wartość dywidend rośnie. Odnotowano także wzrost aktywności w obszarze nabywania akcji własnych. Początek tego zjawiska datowany jest w Europie dużo później niż w USA, natomiast siła wzrostu w ostatniej dekadzie była większa niż w Stanach Zjednoczonych. Wyniki badań Von Eije i Megginsona (2008) wskazują między innymi, że odsetek zatrzymanych zysków w relacji do kapitałów własnych nie zwiększa prawdopodobieństwa wypłat dywidend. Jest to przeciwstawne do wyników badań zespołu Harry'ego DeAngelo, Lindy DeAngelo i Renego M. Stulza (2006) dla rynku amerykańskiego czy międzynarodowych badań Denisa i Osobova (2008).

Renneboog i Trojanowski (2011) objęli badaniem brytyjskie niefinansowe firmy notowane na LSE w latach 1992–2004, dla których można było pozyskać dane za co najmniej 3 lata funkcjonowania. Próba badawcza objęła 985 spółek (ponad dwie trzecie ogółu niefinansowych spółek Wielkiej Brytanii). Autorzy podjęli w swoich badaniach dwa aspekty polityki wypłat: po pierwsze – obszar decyzji dotyczących tego, czy dystrybuować środki na rzecz akcjonariuszy, po drugie – jaką formę wypłat wybrać (dywidendy, nabycia akcji własnych czy obie). Autorzy ci zbudowali modele probitowe wyjaśniające prawdopodobieństwo opisanych zdarzeń. Zauważyli wzrost znaczenia nabywania akcji własnych przez brytyjskie spółki, jednak podkreślali, że dywidendy nadal stanowią znaczną część całkowitych wypłat na rzecz akcjonariuszy. Wskazywali również na istnienie związku między występowaniem posiadaczy dużych bloków akcji (*blockholders*) a wyborem kanału dystrybucji środków na rzecz akcjonariuszy. Ponadto podkreślali znaczenie płynności spółki w kształtowaniu polityki wypłat.

Kolejne międzynarodowe badanie, autorstwa Marcusa Jacoba i Martina Jacoba (2013), poświęcone polityce wypłat w aspekcie podatkowym w latach 1990–2008,

objęło próbę 6035 firm z 25 krajów, w tym z Polski (54 767 obserwacji). Autorzy ci analizowali znaczenie efektu podatkowego oraz innych czynników wynikających z wcześniejszych badań. Rezultaty badań wskazują, że dywidendy i opodatkowanie zysków kapitałowych są głównymi determinantami wypłat w ujęciu międzynarodowym.

Wzrost aktywności spółek w obszarze nabywania akcji własnych odnotowano także na rozwijającym się rynku RPA. Badanie czynników determinujących wybór formy transferu gotówki dla akcjonariuszy przez wypłatę dywidendy specjalnej lub nabycie akcji własnych, przeprowadziła dla spółek z RPA (lata 1999–2009) Nicolene Wesson z zespołem (2018). Wyniki badań wskazują, że istotne determinanty polityki wypłat w RPA to: zróżnicowanie akcjonariuszy, wielkość wypłaty oraz poziom niedowartościowania spółki. Dwie dodatkowe determinanty – koszty agencyjne (własność menedżerska oraz poziom zadłużenia) oraz dywidendy historyczne – zostały zidentyfikowane, gdy dane uszeregowano według wielkości spółek.

Na gruncie krajowym niewiele jest opracowań, których przedmiotem badań są równocześnie obie formy przekazywania gotówki dla akcjonariuszy. Według wiedzy autorki jedynie badanie Bożeny Horbaczewskiej (2012) obejmuje szeroko pojętą problematykę wypłat inwestorskich (zarówno dywidendy, jak i nabycia akcji własnych), jednak w kontekście wpływu na wyceny akcji na rynku kapitałowym. Badaniem objęto grupę 21 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2003–2010.

Pozostałe badania podejmują albo problematykę determinant polityki dywidend, albo nabywania akcji własnych. Wśród badaczy zajmujących się powyższym zagadnieniem wymienić należy przede wszystkim Kowerskiego (2011a) oraz Kaźmierską-Jóźwiak (2015; 2017a). Badania poświęcone motywom nabywania akcji własnych na rynku polskim w latach 2004–2009 przeprowadziła Pieloch (2012a).

Kowerski (2011a) jest autorem niezwykle obszernego badania poświęconego problematyce ekonomicznych uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne na przykładzie firm notowanych na GPW w Warszawie w latach 1996–2009. Analizy, w których zastosowano logitowe modele przekrojowo-czasowe, objęły zbiory danych przekrojowych dla 14 lat – łącznie 2263 obserwacje. Badania potwierdziły, że w latach 1996–2009 decyzje o wypłacie dywidendy chętniej podejmowały spółki, które w poprzednim roku były bardziej rentowne, większe, dojrzalsze, posiadały mniejsze możliwości inwestycyjne, były mniej zadłużone oraz charakteryzowały się mniejszym ryzykiem inwestowania w ich akcje. Autor potwierdził również, że oprócz czynników mikroekonomicznych, także czynniki makroekonomiczne mają wpływ na decyzje podejmowane przez spółki (Kowerski, 2011a)[4].

4 W kolejnych latach Kowerski prowadził dalsze badania nad skłonnością spółek do wypłaty dywidendy, na szczególną uwagę zasługują następujące opracowania: Kowerski, 2015; Kowerski, Bielak, 2018.

Badania poświęcone motywom i efektom nabywania akcji własnych na rynku polskim w latach 2004–2009 przeprowadziła Pieloch (2012a). Analiza zmodyfikowanego modelu Amy K. Dittmar (2000) wskazała na istnienie dodatniej, statystycznie istotnej relacji między zmienną *REP* (wartość środków pieniężnych przeznaczonych na skup akcji własnych spółki w roku *t*/wartość rynkowa kapitału własnego spółki w roku *t* – 1) a zmienną *CASHFLOW* (przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto spółki i w roku *t* – 1/aktywa ogółem spółki i w roku *t* – 1). Tym samym pozytywnie zweryfikowano hipotezę nadmiaru kapitału (Pieloch, 2012a, s. 129–138). Badania standingu finansowego spółek realizujących wypłaty dywidendy i nabycia akcji własnych pokazały, że odkupienia prowadziły spółki, których średnie wartości stopy zadłużenia były niższe od średniej wartości tego wskaźnika w grupie spółek nienabywających własnych walorów. Ponadto charakteryzowały się one wyższą rentownością, mierzoną wskaźnikiem rentowności aktywów (*ROA*), wyższymi wartościami wskaźników płynności, zarówno bieżącej, jak i szybkiej oraz produktywności aktywów, a także niższymi wartościami wskaźnika cena do wartości księgowej *P/BV* (Pieloch, 2012a).

Wydaje się zatem, że w analizowanym obszarze występuje luka poznawcza, podjęcie badań ją uzupełniających jest zaś istotne, zwłaszcza wobec zmian na rynkach kapitałowych i w samych spółkach, których podejście do polityki wypłat uległo zmianie w ostatnich latach. Wypełnienie powyższej luki wydaje się istotne zarówno z punktu widzenia nauki, jak i praktyki gospodarczej.

Według wiedzy autorki niniejsza praca jest pierwszą próbą kompleksowej analizy determinant polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy (zarówno w obszarze dywidend, jak i nabywania akcji własnych) zbiorowości krajowych niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Biorąc pod uwagę cele niniejszej pracy, sformułowano hipotezę główną (HG1), która weryfikowana jest przez hipotezy cząstkowe przedstawione w rozdziale czwartym. Hipoteza HG1 zakłada, że istnieje zróżnicowanie czynników determinujących skłonność niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy oraz nabywania akcji własnych. Celem badań w tym obszarze jest identyfikacja determinant podejmowania określonej polityki wypłat przez spółki objęte badaniem.

Drugi obszar badawczy, który znalazł się w obszarze zainteresowania autorki, to reakcja rynku na podejmowanie polityki wypłat przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Zawartość informacyjna dywidend podnoszona była jako problem badawczy już w latach pięćdziesiątych XX wieku. Zgodnie z teorią sygnalizacji dywidendy zmniejszają asymetrię informacyjną, stanowiąc sygnał przekazywany przez zarząd spółki i akcjonariuszy większościowych akcjonariuszom mniejszościowym i potencjalnym inwestorom (Kowerski, 2011a,

s. 86). Wskutek wzrostu znaczenia nabywania akcji własnych rozważania poświęcone teorii sygnalizacji rozszerzono na nabywanie akcji własnych, rozwijając tym samym teorię dotyczącą zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych.

I w tym przypadku niewiele jest prac weryfikujących teorię sygnalizacji w odniesieniu do obu analizowanych form wypłat na rzecz właścicieli. Do autorów nielicznych prac zaliczyć można Paula Asquitha i Davida W. Mullinsa Jr (1986), Aharona R. Ofera i Anjana V. Thakora (1987), Muraliego Jagannathana, Clifforda P. Stephensa i Michaela S. Weisbacha (2000), Gustavo Grullona i Roniego Michaely'ego (2002), Sebastiana Gryglewicza (2004), Henryka Gurgula i Pawła Majdosza (2005). Według dostępnej autorce wiedzy, badania Sebastiana Gryglewicza (2004) oraz Henryka Gurgula i Pawła Majdosza (2005) są jedynymi przeprowadzonymi na ryku polskim, porównującymi reakcję rynku zarówno na ogłoszenie informacji o wypłacie dywidendy, jak i o planach nabywania akcji własnych. Z uwagi na fakt, iż zrealizowane były kilkanaście lat temu, a rynek podlega nieustannym zmianom, uznano potrzebę przeprowadzenia aktualnych badań w tym zakresie.

Rozpoczęcie wypłacania dywidend może być traktowane jako sygnał świadczący o polepszeniu przyszłych wyników finansowych przedsiębiorstwa, w związku z tym odbierane jest przez rynek pozytywnie. Nabywanie akcji własnych może sygnalizować aktualne niedoszacowanie, obniżenie ryzyka czy oczekiwania przyszłych korzystnych wyników finansowych. Większość badań pokazuje, że samo ogłoszenie planów nabywania akcji własnych może być silnym sygnałem dla rynku kapitałowego i skutkować znaczącym wzrostem cen akcji, niezależnie od tego, czy spółka przeprowadzi w przyszłości nabycie, czy nie.

W związku z powyższym w pracy postawiono drugą hipotezę główną (HG2), która zakłada, iż obie formy wypłat na rzecz akcjonariuszy, zgodnie z teorią sygnalizacji, spotykają się z pozytywną reakcją rynku, jednak w przypadku nabywania akcji własnych jest ona silniejsza. Jest to hipoteza sformułowana na potrzeby badań opisanych w rozdziale piątym. Celem badania jest analiza reakcji inwestorów na ogłoszenie decyzji dotyczących polityki dywidend i nabywania akcji własnych oraz weryfikacja aspektu sygnalizacyjnego dywidend i nabywania akcji własnych.

Autorka uważa, iż analiza zjawiska polityki wypłat na rzecz właścicieli, realizowanych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie, identyfikacja determinant skłonności spółek do wypłaty dywidendy i/lub nabywania akcji własnych czy wreszcie weryfikacja zawartości informacyjnej obu analizowanych form wypłat na rzecz właścicieli, poszerzy aktualny stan wiedzy i przyniesie szereg korzyści, nie tylko o znaczeniu naukowym, ale również aplikacyjnym. Wnioski z przeprowadzonych badań mogą być źródłem informacji zarówno dla obecnych akcjonariuszy czy zarządów spółek podejmujących decyzje w zakresie

wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych, jak i dla potencjalnych akcjonariuszy podejmujących decyzje inwestycyjne na rynku kapitałowym. Mogą one wreszcie stanowić punkt wyjścia do dalszych analiz, badań czy dyskusji, nie tylko akademickich.

Niniejsza praca ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z pięciu rozdziałów. Struktura i układ treści wynikają z przyjętych celów pracy, postawionych pytań badawczych oraz odpowiadających im hipotez naukowych.

Rozdział pierwszy stanowi wprowadzenie do problematyki polityki wypłat dla akcjonariuszy. Skoncentrowano się w nim na analizie pojęcia i istoty dywidendy oraz nabywania akcji własnych. Omówiono zagadnienia prawno-ekonomiczne związane z prawem akcjonariusza do dywidendy. Dokonano przeglądu form wypłaty dywidend oraz metod ich pomiaru. Analizie poddano aspekty prawne europejskich regulacji dotyczących nabywania akcji własnych, w tym przepisy dotyczące nabywania akcji własnych oraz nabywania w celu umarzania akcji własnych w prawie polskim. Omówiono także sposoby nabywania akcji własnych oraz wnikliwie przeanalizowano motywy nabywania akcji własnych.

Rozdział drugi dotyczy teorii składających się na nurty badawcze podejmowane w analizach polityki wypłat spółek. Należy jednak zauważyć, że w przeważającej części dotyczą one polityki dywidend – historycznie dominującego sposobu transferu zysków dla akcjonariuszy. Analizie poddano trzy główne podejścia, które wykształciły się w literaturze przedmiotu, traktujące o zależności między wartością dywidendy a wartością spółki – teorię nieistotności dywidend (*dividend irrelevance theory*), która ma swoje korzenie w teorii Millera i Modiglianiego (1961), teorię prodywidendową (Lintner, 1962; Gordon, 1963) czy teorię antydywidendową, tak zwaną teorię preferencji podatkowych (*tax preferences theory*, *tax differential theory*) (Litzenberg, Ramaswamy, 1979). Kolejno omówiono politykę wypłat na tle teorii agencji, która opiera się na założeniu asymetrii informacji między inwestorami wewnętrznymi a zewnętrznymi. Zwrócono przy tym uwagę na znaczenie polityki wypłat dla minimalizowania konfliktów i kosztów agencyjnych (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Przeanalizowano problematykę wypłat w świetle teorii cyklu życia, która wiąże skłonność do realizacji wypłat spółek z określonym etapem cyklu życia (DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006). Omówiono hipotezę efektu klienteli (*clientele effect*). Kolejnym zagadnieniem poruszanym w tym rozdziale jest problematyka zawartości informacyjnej dywidend oraz nabywania akcji własnych (*information content of dividends/share repurchase programmes*). Ponadto analizie poddano problematykę dywidend oraz nabywania akcji własnych w kontekście finansów behawioralnych. Należy zauważyć, że analizując poszczególne teorie czy hipotezy, starano się przedstawić stan badań je weryfikujących, zarówno na świecie, jak i w Polsce.

Rozdział trzeci rozpoczyna warstwę empiryczną pracy. Na początku omówiono przesłanki skłaniające do podjęcia badań. Kolejno przedstawiono procedurę doboru spółek do badania. Dalsza część rozdziału zawiera wyniki analiz dotyczących istoty, cech i zmian w zakresie polityki wypłat na rzecz właścicieli, realizowanych przez niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2016. Analizie i ocenie z wykorzystaniem narządzi statystycznych poddano skalę zjawiska wypłat na rzecz właścicieli w formie dywidend i programów nabywania akcji własnych oraz dynamikę zmian. Badaniu i porównaniu poddano także wartości wybranych miar finansowych według typu spółek stosujących określoną politykę wypłat. Celem tej części badania jest weryfikacja hipotezy o jednakowym rozkładzie wartości mierników finansowych opisujących poszczególne typy spółek.

Rozdział czwarty zawiera wyniki kolejnej części badania, której celem była identyfikacja determinant skłonności badanych podmiotów do realizacji wypłat dywidend lub nabywania akcji własnych (HG1). Po omówieniu celów badania i przedstawieniu hipotez cząstkowych scharakteryzowano metodykę badania oraz narzędzie badawcze (regresja logistyczna). W dalszej części rozdziału przedstawiono i omówiono wyniki estymacji modeli logitowych. Rozdział kończy podsumowanie tej części badania.

Rozdział piąty zawiera rezultaty analiz reakcji rynku na ogłoszenie informacji o inicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach oraz ogłoszenie planów nabywania akcji własnych (HG2). Na wstępie uzasadniono potrzebę podjęcia tego typu badań. Kolejno omówiono procedurę doboru obserwacji do analiz, przedstawiono cel badania oraz postawiono cząstkowe hipotezy badawcze. Kolejna część rozdziału zawiera opis procedury badawczej. Następnie zawarto prezentację i omówienie wyników badań. Rozdział kończą wnioski wynikające z przyprowadzonych badań własnych oraz wskazanie potencjalnych obszarów dalszych analiz.

W zakończeniu zawarto wnioski końcowe, podsumowujące przeprowadzone badania oraz wskazano możliwe kierunki dalszych badań nad problematyką polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy.

W niniejsze pracy analizie poddano zarówno światowy, jak i krajowy dorobek naukowy. Testowanie hipotez badawczych przeprowadzono z wykorzystaniem metod statystycznych (testy istotności różnic) oraz metod ekonometrycznych (analiza regresji logistycznej) z wykorzystaniem programów IBM SPSS Statistics oraz STATA. Dane zastosowane w badaniu pozyskano z bazy Thomson Reuters oraz Thomson Reuters Eikon, a także z raportów rocznych spółek, raportów bieżących spółek, roczników giełdowych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, stron internetowych Serwisu Ekonomicznego PAP, stron poszczególnych spółek i uchwał walnych zgromadzeń spółek.

Powstanie pracy nie byłoby możliwe bez życzliwości kierownika Katedry Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa – prof. Jerzego Różańskiego oraz dziekana Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego – prof. Tomasza Czapli. Prof. Jerzemu Różańskiemu, prof. Janowi Jeżakowi oraz prof. Dorocie Witkowskiej serdecznie dziękuję za cenne uwagi i wsparcie.

Szczególne podziękowania kieruję na ręce recenzenta – prof. Mieczysława Kowerskiego, którego wskazówki, uwagi i sugestie były niezwykle istotne dla ostatecznego kształtu pracy.

Podziękowania składam również osobom, które udzieliły mi wsparcia na różnych etapach pisania pracy, w szczególności na etapie finalizowania części empirycznej. Dziękuję koleżankom i kolegom z Katedry Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, z których każdy pomógł mi na swój sposób.

Dziękuję także mojej Rodzinie za cierpliwość i wyrozumiałość.

# 1. Wprowadzenie do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy

*Do you know the only thing that gives me pleasure?*
*It's to see my dividends coming in.*

John D. Rockefeller

## 1.1. Pojęcie i istota dywidendy

*Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych* Władysława Kopalińskiego definiuje dywidendę dość obszernie, jako:

1) dochód z akcji;
2) część zysków spółki akcyjnej pozostałych po zaspokojeniu potrzeb przedsiębiorstwa (w zakresie inwestycji, rezerw, innych funduszy oraz wierzytelności, jak podatki i spłaty itp.), przeznaczona do rozdziału między akcjonariuszy (Kopaliński, 2014, s. 148).

Nadmienia przy tym, iż pojęcie pochodzi od łacińskiego *dividendum*, oznaczającego „rzeczy do podziału", czy *dividere*, co znaczy „dzielić". W języku polskim dywidenda jest jednoznacznie utożsamiana z terminologią ekonomiczną, a jej znaczenie ściśle odnosi się do części zysku spółki akcyjnej przeznaczonego do podziału. Nie ma wątpliwości, że chodzi o podział zysku spółki, a nie jakikolwiek inny podział (majątku, kapitału etc.). Co ważne, obie definicje mówią o podziale części zysku, przez co podkreślają, że nie cały zysk musi zostać poddany podziałowi.

W publikacjach z zakresu zarządzania finansami znaleźć można wiele definicji pojęcia *dywidenda*. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield i Bradford D. Jordan (1999, s. 257) uznają, iż dywidendą są płatności dokonywane przez spółki akcyjne na rzecz akcjonariuszy, w formie gotówki lub akcji. Jacek Uchman (2002, s. 15) wskazuje, że dywidenda to udział akcjonariuszy w zysku spółki akcyjnej w kwocie, która została określana przez walne zgromadzenie akcjonariuszy tej spółki.

Agnieszka Natasza Duraj (2002, s. 13) stwierdza, iż „bliższe określenie pojęcia dywidendy wywołuje sporo problemów". Uważam, że przez ostatnie piętnaście lat pojęcie to na tyle dobrze zakorzeniło się w języku polskim i świadomości Polaków, że obecnie wyjaśnienie go nie jest aż tak problematyczne. Oczywiście bezsporny jest dwoisty

charakter dywidendy, która z jednej strony jest kosztem (dla spółki), z drugiej dochodem (dla akcjonariusza). Kosztowy charakter dywidendy związany jest ze zmniejszeniem wartości własnych wewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa oraz z kosztami przeprowadzenia operacji zatwierdzenia i wypłaty dywidendy (Duraj, 2002). Dla akcjonariuszy i udziałowców spółek z ograniczoną odpowiedzialnością dywidenda stanowi dochód z kapitałów zaangażowanych w działalność gospodarczą spółki, bez względu na to, w jakiej formie jest wypłacana (Sierpińska, 1999).

Maria Sierpińska (1999) podkreśla wręcz, że wypłacanie części zysku w postaci dywidendy jest ceną za fakt posiadania akcji danej spółki, a więc dla spółki dywidenda jest swego rodzaju kosztem korzystania z kapitału powierzonego przez akcjonariuszy. Dywidenda z chwilą uchwalenia staje się zobowiązaniem spółki, dochody uzyskane z tytułu dywidendy podlegają zaś opodatkowaniu podatkiem dochodowym (Duraj, 2002).

Dochody z dywidend, zarówno dla osoby fizycznej, jak i osoby prawnej, podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym. Zarówno Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. Nr 80, poz. 350 z późn. zm.) (dalej: u.p.d.o.f.), jak i Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. Nr 21, poz. 86 z późn. zm.) (dalej: u.p.d.o.p.) opodatkowują taki przychód ryczałtowo w wysokości 19%. Należy jednak zauważyć, że osoby prawne mogą w pewnych przypadkach zostać z omawianego podatku zwolnione.

Zgodnie z artykułem 17 ust. 1 pkt 4 u.p.d.o.f. dywidenda otrzymana przez osobę fizyczną stanowi u niej przychód z kapitałów pieniężnych. Przychód ten powstaje w dacie wypłaty dywidendy lub postawienia jej do dyspozycji udziałowca/akcjonariusza. Zgodnie z artykułem 30a ust. 1 pkt 4 i ust. 6 u.p.d.o.f. od przychodów z dywidend pobiera się 19% zryczałtowanego podatku dochodowego, bez pomniejszania przychodu o koszty uzyskania.

Łączne korzyści akcjonariusza, będącego krajową osobą fizyczną, uwzględniające wpływ zarówno dywidendy, jak i zysków kapitałowych, stanowią sumę wypłaconych dywidend i osiągniętych zysków. Całkowitą stopę zwrotu netto z akcji dla akcjonariusza, po uwzględnieniu opodatkowania, można ująć następującym wzorem (Uchman, 2002, s. 17):

$$r = \frac{D_t}{P_{t-1}}\left(1 - T_d\right) + \frac{\left(P_t - P_{t-1}\right)}{P_{t-1}}\left(1 - T_k\right), \tag{1.1}$$

gdzie:
$r$ – łączna stopa zwrotu netto z akcji dla akcjonariusza za dany rok,
$D_t$ – dywidenda na akcję brutto za rok $t$,
$P_t$ – cena akcji na koniec roku $t$,

$P_{t-1}$ – cena akcji na koniec roku $t-1$,
$T_d$ – stawka podatku od dywidend w podatku dochodowym od osób fizycznych,
$T_k$ – stawka podatku od zysków kapitałowych (dochodów ze sprzedaży akcji) w podatku dochodowym od osób fizycznych.

W przypadku akcjonariusza zachowującego swój tytuł własności przez cały rok mamy do czynienia z sytuacją, w której mimo wzrostu wartości rynkowej akcji dochód kapitałowy nie zostanie zrealizowany. Wobec tego nie zostanie naliczony podatek od zysków kapitałowych. Wówczas stopę zwrotu netto z akcji dla akcjonariusza można ująć następującą formułą:

$$r = \frac{D_t}{P_{t-1}}\left(1 - T_d\right). \tag{1.2}$$

Oznaczenia jak wyżej.

Z kolei akcjonariusz decydujący się na odsprzedanie swoich akcji przedwcześnie może nie osiągnąć dochodu w postaci dywidendy, realizując jedynie zysk kapitałowy.

Jak już zaznaczono, podatek od dywidend naliczany jest w dacie wypłaty dywidendy, natomiast zobowiązanie podatkowe od zysków kapitałowych powstaje w momencie zbycia instrumentów finansowych. Podatek dochodowy powinien być pobrany przez spółkę przy wypłacie dywidendy bądź przy postawieniu jej do dyspozycji podatnika, ponieważ to spółka wypłacająca dywidendę jest płatnikiem zryczałtowanego podatku od tej dywidendy (akcjonariusz otrzymuje do dyspozycji dywidendę pomniejszoną o podatek).

Opodatkowanie zysków kapitałowych (dochodów uzyskanych ze zbycia papierów wartościowych lub pochodnych instrumentów finansowych i realizacji praw z nich wynikających) liniową dziewiętnastoprocentową stawką podatkową obowiązuje od 1 stycznia 2004 roku (art. 30a i 30b u.p.d.o.f.). Inwestor będący osobą fizyczną otrzymuje zbiorczą informację sumującą osiągnięte przychody i poniesione koszty na wszystkich rachunkach i rejestrach prowadzonych przez dom maklerski, w którym uzyskał przychody podlegające opodatkowaniu.

Wypłata dywidendy przez spółkę kapitałową mającą siedzibę na terytorium Polski na rzecz innej spółki kapitałowej stanowić będzie dla spółki otrzymującej dywidendę przychód, który zgodnie z artykułem 22 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym w wysokości 19% wypłacanej kwoty. Zgodnie z artykułem 22 ust. 4 u.p.d.o.p. zwalnia się z podatku dochodowego dochody (przychody) z dywidend, jeżeli spełnione są łącznie następujące warunki (por. Dmoch, 2018, s. 683 i nast.)[1]:

1 Artykuł 22 ust. 4 u.p.d.o.p. został nowelizowany 1 stycznia 2007 roku, w związku z dostosowaniem przepisów ustawy do Dyrektywy Rady 90/435/EWG z 23 lipca 1990 r. w sprawie

1) wypłacającym dywidendę oraz inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych jest spółka mająca siedzibę lub zarząd na terytorium Polski;
2) uzyskującym dochody (przychody) z dywidend oraz inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, o których mowa w pkt 1, jest spółka podlegająca w Polsce lub w innym niż Polska państwie członkowskim Unii Europejskiej lub w innym państwie należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego opodatkowaniu podatkiem dochodowym od całości swoich dochodów, bez względu na miejsce ich osiągania;
3) spółka uzyskująca dochody (przychody) z dywidend oraz inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych posiada bezpośrednio nie mniej niż 10% udziałów (akcji) w kapitale spółki wypłacającej dywidendę, o której mowa w pkt 1;
4) spółka, o której mowa w pkt 2, nie korzysta ze zwolnienia z opodatkowania podatkiem dochodowym od całości swoich dochodów, bez względu na źródło ich osiągania.

Jak podkreśla Wojciech Dmoch (2018, s. 684), powyższe zwolnienie ma zastosowanie, gdy spółka uzyskująca dochody (przychody) z dywidend posiada niemniej niż 10% udziałów (akcji) w spółce wypłacającej, nieprzerwanie przez co najmniej 2 lata.

Dywidendy mogą być wypłacane w postaci gotówki, bezgotówkowo (akcjami, obligacjami) oraz w innej formie (jako świadczenia rzeczowe, np. postaci produktów firmy).

## 1.2. Prawo do dywidendy a prawa akcjonariuszy

Zgodnie z Ustawą z dnia z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037) (dalej: k.s.h.) każdemu akcjonariuszowi spółki akcyjnej przysługują określone prawa i obowiązki. Uprawnienia i obowiązki mogą mieć charakter majątkowy lub korporacyjny.

Prawa korporacyjne mają na celu zapewnienie wpływu akcjonariuszy na działalność spółki oraz kontroli nad organami zarządzającymi i kontrolnymi spółki. Do najważniejszych praw korporacyjnych akcjonariusza należą:
1) prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej,
2) prawo głosu na walnym zgromadzeniu,

---

wspólnego systemu opodatkowania stosowanego w przypadku spółek dominujących i spółek zależnych różnych państw członkowskich (Dz.Urz. UE L Nr 225, s. 6). Obecnie zagadnienia opodatkowania spółek matek i córek regulowane są Dyrektywą Rady 2011/96/UE z 30 listopada 2011 roku (Dz.Urz. UE L Nr 345, ze zm., s. 8).

3) prawo do zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia, które polega na możliwości wniesienia przez akcjonariusza pozwu do sądu gospodarczego przeciwko spółce o uchylenie bądź stwierdzenie nieważności tej uchwały,
4) prawo akcjonariusza do kontroli spółki,
5) prawo do informacji.

Prawa majątkowe (inaczej prawa udziałowe) wynikają z akcji i obejmują:

1) prawo do udziału w zysku spółki (prawo do dywidendy) wykazanym w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom (art. 347 § 1),
2) prawo poboru (prawo pierwszeństwa w objęciu nowych akcji), które polega na tym, że dotychczasowi akcjonariusze spółki mają zagwarantowane z mocy ustawy pierwszeństwo w obejmowaniu akcji emitowanych przez spółkę w związku z podwyższeniem jej kapitału zakładowego, proporcjonalnie do liczby posiadanych akcji,
3) prawo do udziału w masie likwidacyjnej (prawo do kwoty likwidacyjnej) – roszczenia akcjonariusza o zwrot przysługującej mu części majątku w sytuacji, gdy prowadzone jest postępowanie likwidacyjne.

Prawo do udziału w rocznym zysku spółki jest jednym z najważniejszych praw o charakterze majątkowym inkorporowanym z akcji. Z tym prawem związane jest nierozerwalnie prawo do dywidendy, które – jak podkreśla wielu prawników – ma inny charakter niż wyżej wymienione uprawnienie (Bandarzewski, 1996, s. 66; Sołtysiński, Szajkowski, Szwaja, 1996, s. 365; Niezgoda, 2003, s. 25). Jak zauważa Małgorzata Modrzejewska (2018, s. 585), z prawa do udziału w zysku nie wynika obowiązek rozporządzenia przez spółkę zyskiem na rzecz akcjonariuszy. Walne zgromadzenie akcjonariuszy może bowiem przeznaczyć zysk w całości na kapitał zapasowy lub rezerwowy, nie wypłacając dywidendy, może część zysku wypłacić w postaci dywidendy, część przeznaczyć na kapitał zapasowy i/lub rezerwowy spółki lub całość zysku przeznaczyć na dywidendy (art. 395 § 2 pkt 2, art. 396, art. 378 § 2, art. 392 § 2 k.s.h).

W świetle przepisów prawa (art. 347 § 1 k.s.h.) akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta. Zysk rozdziela się w stosunku do liczby akcji, a jeżeli nie są one całkowicie pokryte, rozdziela się go w stosunku do dokonanych wpłat na akcje (art. 347 § 2 k.s.h.). Statut może jednak przewidzieć inny sposób podziału zysku.

Powzięcie uchwały dotyczącej podziału zysku netto w spółce akcyjnej należy do uprawnień walnego zgromadzenia akcjonariuszy (art. 395 k.s.h.), które podejmuje decyzję o podziale zysku na wniosek zarządu. Ten z kolei powinien być zaopiniowany przez radę nadzorczą. Walne zgromadzenie akcjonariuszy ustala wielkość dywidendy na jedną akcję w relacji do wartości nominalnej akcji.

Stosownie do postanowień walnego zgromadzenia akcjonariuszy zysk wypracowany przez spółkę może być przeznaczony na różne cele, w tym na podwyższenie kapitałów, zasilenie kapitałów zapasowych i rezerwowych, zasilenie funduszy specjalnych, dywidendę, tantiemy dla zarządu i rady nadzorczej, nagrody dla załogi, fundusz świadczeń socjalnych, cele charytatywne, darowizny (Sierpińska, 1999, s. 48–49). Członkom zarządu i rady nadzorczej przysługuje prawo do udziału w zyskach spółki – prawo do tzw. tantiem – o ile spełnione są przepisy Kodeksu spółek handlowych (art. 378 § 2 i art. 392 § 2 k.s.h.).

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych (art. 348 § 1) kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o:

1) niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz
2) kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy.

Kwota ta powinna zostać pomniejszona o niepokryte straty, akcje własne oraz kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny zostać przeznaczone z zysku na kapitały zapasowy i rezerwowe (art. 348 k.s.h.). Prawo europejskie, przez dyrektywę Rady Wspólnot Europejskich zwaną Dyrektywą Kapitałową (DK) o ochronie kapitału zakładowego[2], której głównym celem jest ochrona akcjonariuszy i wierzycieli, określa algorytm kwoty możliwej do podziału między akcjonariuszy.

Zgodnie z artykułem 396 § 1 k.s.h. w spółce akcyjnej musi zostać utworzony kapitał zapasowy (fundusz ogólnego ryzyka w bankach), który jest przeznaczony na pokrycie ewentualnej straty i do którego przelewa się co najmniej 8% zysku za dany rok obrotowy, dopóki kapitał ten nie osiągnie co najmniej jednej trzeciej kapitału zakładowego. Należy podkreślić, że statut spółki może podnieść (lecz nie zmniejszyć) powyższy limit (Bieniak i inni, 2015, s. 999). Dalsze odpisy na poczet kapitału zapasowego są dobrowolne, jednak podwyższenie kapitału zakładowego powoduje konieczność podwyższenia kapitału zapasowego.

Zgodnie z artykułem 349 § 1 k.s.h. statut może upoważnić zarząd do wypłaty akcjonariuszom zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy na koniec roku obrotowego, jeżeli spółka posiada środki wystarczające na wypłatę. Wypłata wymaga zgody rady nadzorczej. Zaliczka może zostać wypłacona, jeżeli jej zatwierdzone sprawozdanie finansowe za poprzedni rok obrotowy wykazuje zysk (art. 349. § 2 k.s.h.). Ponadto zaliczka może stanowić najwyżej połowę zysku osiągniętego od końca poprzedniego roku obrotowego, wykazanego w sprawozdaniu finansowym zbadanym przez biegłego rewidenta, powiększonego o kapitały rezerwowe

2 Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z 13.12.1976 o ochronie kapitału, „Official Journal" L 026, 31.01.1997, s. 0001–0013.

utworzone z zysku, którymi w celu wypłaty zaliczek może dysponować zarząd, oraz pomniejszone o niepokryte straty i akcje własne (art. 349 § 2 k.s.h.).

Prawo do uczestniczenia w podziale zysku spółki wykazanym w jej sprawozdaniu finansowym jest jednym z podstawowych praw każdego akcjonariusza i nikt nie może akcjonariusza pozbawić tego prawa (art. 347 k.s.h.). Należy jednak pamiętać, że przysługujące prawo nie jest jednoznaczne z otrzymaniem części zysku. Część należnego zysku przypadnie akcjonariuszowi wtedy, gdy łącznie zostały spełnione następujące warunki wynikające z art. 347 § 1:

1) sprawozdanie finansowe spółki akcyjnej za dany rok obrotowy wykazuje zysk w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. Nr 121, poz. 591 z późn. zm.),
2) sprawozdanie finansowe spółki akcyjnej zostało przebadane przez biegłego rewidenta zgodnie z wymogami przepisów ustawy o rachunkowości i przy zachowaniu wymogów Ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2017 r., poz. 1059),
3) walne zgromadzenie przeznacza zysk w całości lub w części na wypłatę dywidendy.

Zgodnie z przepisami prawa organem uprawnionym do zatwierdzenia sprawozdania finansowego oraz podejmowania decyzji o podziale zysku netto spółki akcyjnej jest walne zgromadzenie akcjonariuszy.

Podział zysku netto w przedsiębiorstwie sprowadza się w zasadzie do trzech możliwości (Sierpińska, 1999, s. 56):

1) pozostawienia całego zysku w spółce z przeznaczeniem na rozwój;
2) przeznaczenia całego zysku na wypłatę dywidend;
3) podziału zysku na dwie części, z których jedna pozostaje w spółce, aby wspomóc jej rozwój, druga zaś zostaje wypłacona różnym interesariuszom.

Analizując cel przeznaczenia zysków zatrzymanych w spółce dobrowolnie, wyodrębnia się (Sierpińska, 1999, s. 47):

1) podział kompletny – cała kwota zysku zostaje podzielona stosownie do obowiązujących przepisów prawa;
2) podział niekompletny – po naliczeniach na kapitały tworzone zgodnie z przepisami k.s.h. i statutu spółki niepodzielona kwota pozostaje jako zysk niepodzielony do dyspozycji spółki (tzw. zysk zatrzymany).

Walne zgromadzenie akcjonariuszy, podejmując decyzję o wypłacie dywidendy, ustala nie tylko wysokość dywidendy na jedną akcję, lecz także harmonogram jej wypłaty – dzień (lub dni) ustalenia prawa do dywidendy oraz dzień (lub dni) wypłaty dywidendy. Powyższe informacje powinny zostać niezwłocznie podane do publicznej wiadomości.

Dywidenda zaległa (skumulowana) oznacza zyski, które spółka osiągnęła za poprzednie lata i ich nie wypłaciła, przekazując na mocy uchwał zgromadzenia

akcjonariuszy odpowiednio na kapitał zapasowy bądź rezerwowy (Pyzioł, Szymański, Weiss, 2016, s. 385). Zgodnie z artykułem 192 k.s.h. spółka może wypłacić dywidendę zaległą razem z zyskiem za ostatni rok obrotowy, jeżeli taka będzie decyzja większości akcjonariuszy, a „pula ujemna" – jak to określają Wojciech Pyzioł, Andrzej Szumański, Ireneusz Weiss (2016, s. 385) – z artykułu 192 k.s.h. nie przekroczy „puli dodatniej" z artykułu 192 k.s.h.

## 1.3. Formy wypłat dywidendy

Z wypłatą dywidendy przez spółkę związane są trzy główne kwestie prawne:

1) data ustalenia prawa do dywidendy,
2) termin wypłaty dywidendy,
3) forma dywidendy.

Ustawa z dnia z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych[3], w przeciwieństwie do poprzednio funkcjonującego Kodeksu handlowego z 1934 roku[4], wyraźnie reguluje kwestię daty ustalania prawa do dywidendy (dnia dywidendy), wyjaśniając, iż jest to moment, w którym powstaje roszczenie akcjonariusza o wypłatę dywidendy za dany rok obrotowy, pod warunkiem, że walne zgromadzenie akcjonariuszy podjęło w tym zakresie stosowną uchwałę. Artykuł 348 § 2 k.s.h. mówi, iż uprawnionymi do dywidendy za dany rok obrotowy są akcjonariusze, którym przysługiwały akcje w dniu powzięcia uchwały o podziale zysku. Wnosi się zatem, iż dniem dywidendy jest dzień podjęcia uchwały, chyba że ta uchwała wskaże inny dzień (art. 348 § 2 k.s.h.). Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych, która weszła w życie 15 stycznia 2004 roku, za przyczyną Ustawy z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych i innych ustaw (Dz.U. Nr 229, poz. 2276), doprecyzowuje dzień wypłaty dywidendy (zmiany dotyczą art. 193 § 4 i art. 348 § 4 k.s.h.). Zgodnie z nowelizacją termin przekazania dywidendy jest uzależniony od woli spółki (przed nowelizacją za dzień dywidendy uznawano dzień podjęcia uchwały o podziale zysku). Nowelizacja wprowadzona Ustawą z dnia 23 października 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. Nr 217, poz. 1381) określa, iż termin wypłaty dywidendy ustala uchwała walnego zgromadzenia. Jeżeli zaś powyższa uchwała takiego dnia nie określa, dywidendę wypłaca się w dniu określonym przez radę nadzorczą (art. 348 § 4).

3 Ustawa z dnia z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94 poz. 1037) weszła w życie 1 stycznia 2001 roku.

4 Wprowadzony rozporządzeniem Prezydenta Rzeczypospolitej z 27 czerwca 1934 roku z mocą obowiązującą od 1 lipca 1934 roku.

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych zwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy ustala dzień dywidendy oraz termin wypłaty dywidendy. Natomiast k.s.h. nie reguluje formy wypłaty dywidendy.

W praktyce funkcjonowania przedsiębiorstw dywidenda pieniężna jest najczęściej stosowaną formą wypłaty, należy jednak wspomnieć o innych możliwych formach, a mianowicie:

1) dywidendzie wypłacanej w formie akcji,
2) automatycznej reinwestycji dywidendy,
3) nabyciu akcji własnych spółki,
4) nabyciu akcji własnych spółki w celu ich umorzenia.

Analizując częstotliwość wypłat, dywidendy pieniężne można podzielić na (por. Sierpińska, 1999, s. 58):

1) dywidendy zwykłe – wypłacane co pewien czas:
   a) dywidendy zwykłe regularne – wypłacane w regularnych odstępach czasu; w Polsce dywidenda jest najczęściej wypłacana raz w roku, a na przykład w Stanach Zjednoczonych przedsiębiorstwa najczęściej wypłacają dywidendę kwartalnie; analizując dywidendę w kontekście inwestycyjnym, częstsze wypłaty świadczą o większej dbałości o akcjonariuszy i mają wpływ na wyższą stopę zwrotu z danej inwestycji;
   b) dywidendy zwykłe nieregularne – nie mają ustalonego czasu wypłaty, a zatem spółka nie prowadzi ustabilizowanej polityki wypłat dywidend;
2) dywidendy specjalne (*specially designated dividends* – SDD) – mają charakter jednorazowy (sporadyczny); Zarębski (2013) zwraca uwagę, iż mogą one przybierać wiele różnorodnych form, na przykład dywidendy podwyższonej (w postaci zwiększonej jednorazowo wypłaty dywidendy regularnej), dywidendy dodatkowej (tzw. ekstra dywidendy, pojawiającej się nieregularnie i wypłacanej w okresie podwyższonych zysków) czy dywidendy nadzwyczajnej (wynikłej z powstania w firmie jakichś specjalnych okoliczności); jak zauważa Duraj (2002, s. 56), przez nazwanie pewnej części dywidendy „dodatkową" zarządzający podkreślają, że ten element jej wartości jest efektem bardzo dobrych wyników przedsiębiorstwa; dywidendy dodatkowe można zatem traktować jako pewnego rodzaju premię za osiągnięcie bardzo dobrych wyników finansowych spółki; dywidendy specjalne są zwykle wyższe i rzadsze niż dywidendy regularne, stąd przyjmuje się, że są one powiązane z realizowaniem przez spółki zadań o nadzwyczajnym (specjalnym) charakterze, co przeciwstawia je dywidendom regularnym (Zarębski, 2013); Zarębski (2013) zwraca ponadto uwagę, że dywidendom specjalnym przypisuje się funkcje, które dotyczą ich znaczenia jako: instrumentu wygładzania poziomu wypłat (zwłaszcza w okresach obniżania lub redukowania regularnych

dywidend), narzędzia obrony przed wrogim przejęciem, elementu restrukturyzacji finansowej lub kapitałowej przedsiębiorstwa czy też elementu sygnalizacyjnego;

3) dywidendy likwidacyjne – wypłacane w momencie zamykania części lub całości (likwidacja) działalności spółki; są one zatem nie tylko kolejnym sposobem realizacji zysków inwestora z inwestycji, ale także formą ostatecznego rozliczenia spółki z jej właścicielami, przez zwrot inwestorom zaangażowanych w spółkę środków (Zarębski, 2013).

Plany bezpośrednich reinwestycji dywidend (*dividend reinvestement plan* – DRIP) są elementem szeroko rozumianej polityki relacji inwestorskich i wpisują się w ramy koncepcji programów lojalnościowych dla akcjonariuszy. Koncepcja ta zaczęła zyskiwać popularność na rozwiniętych rynkach kapitałowych w połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku (Niswander, 1995; Bierman, 1997). W ramach tego typu programów obecnym akcjonariuszom spółki oferowane są pewne finansowe korzyści z tytułu posiadania przez nich akcji danej firmy. Danuta Dziawgo zwraca uwagę, że celem tych działań jest „zbudowanie lub wzmocnienie więzi z akcjonariuszem jako inwestorem oraz jako konsumentem, a także ustabilizowanie akcji będących w posiadaniu tej grupy inwestorów" (Dziawgo, 2003, s. 60).

Plany bezpośrednich reinwestycji dywidend definiowane są jako mechanizm, który umożliwia aktualnym akcjonariuszom reinwestycję przysługującej im dywidendy w dodatkowe akcje danej spółki, z pominięciem domu maklerskiego (DeGennaro, 2003). Oznacza to, że dywidenda akcjonariusza, który przystąpi do programu DRIP, będzie automatycznie reinwestowana na rzecz zakupu dodatkowych akcji danej spółki. Udział w programie reinwestycji dywidend jest zwykle dowolny. Akcjonariusz dokonuje wyboru między dywidendą gotówkową a programem reinwestycji czy też między proporcjami powyższych (Saporoschenko, 1998).

W praktyce program reinwestycji dywidend realizowany jest trzema sposobami (Zarębski, 2011b):

1) przez zakup akcji będących już w obrocie (*open-market DRIP*),
2) przez nabycie nowo wyemitowanych akcji (*new emission DRIP*),
3) przez wykup akcji własnych (*re-purchase DRIP*).

W programie zakupu akcji będących w obrocie akcjonariusz upoważnia spółkę do realizacji planu reinwestycji dywidendy, następnie spółka – przez bank działający jako powiernik – gromadzi środki finansowe i dokonuje zakupu akcji na wolnym rynku. Ze względu na duży wolumen zakupu koszty związane z transakcją zakupu są relatywnie niskie (Sierpińska, 1999, s. 63).

W przypadku zakupu akcji nowo emitowanych przez program reinwestycji dywidend akcjonariusze mogą otrzymać dyskonto wynoszące 2–5% akcji. Nie są oni

obciążani kosztami związanymi z emisją – te koszty ponosi spółka w ramach planów reinwestycji dywidend zamiast kosztów sprzedaży akcji za pośrednictwem banków inwestycyjnych (Sierpińska, 1999, s. 63).

W programach DRIP, opartych na nabyciu akcji własnych, wykorzystuje się akcje zakupione wcześniej przez spółkę w ramach realizacji planów nabycia akcji własnych spółki i utrzymywanych w rezerwie na potrzeby programu reinwestycji dywidend (Zarębski, 2011b).

Zauważa się, że mimo iż od wielu lat podejmowane są próby popularyzacji programów DRIP w Polsce (Dziawgo, 2003), nie zyskały one na znaczeniu w obszarze relacji inwestorskich polskich spółek (Zarębski, 2011b, s. 279).

Najistotniejszą zaletą programów DRIP dla inwestorów jest to, że umożliwiają bezpośrednie i automatyczne inwestowanie kapitałów z pominięciem instytucji pośredniczących, przez co obniżane są koszty transakcyjne (szerzej na temat zalet i wad programów DRIP: Zarębski, 2011a, s. 281–283).

Wykorzystanie programów DRIP posiada liczne zalety również dla realizującej program spółki: zmniejszenie kosztów pozyskania kapitału, możliwość dokonania pożądanych zmian w strukturze własnościowej spółki, zwiększenie elastyczności w realizowaniu optymalnej polityki finansowej, poprawa relacji z akcjonariuszami, podniesienie wyceny spółek wprowadzających programy DRIP.

## 1.4. Metody pomiaru i oceny polityki dywidend

Do oceny polityki dywidend prowadzonej przez spółki wykorzystuje się szereg miar, z których do najistotniejszych należą wskaźniki określające poziom dywidend (Sierpińska, 1999, s. 85):

1) dywidenda przypadająca na jedną akcję,
2) stopa dywidendy,
3) wskaźnik wypłat dywidendy,
4) wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto.

Dywidenda na jedną akcję (*dividend per share – DPS*) to miara pokazująca wartość zysku netto spółki przeznaczonego na wypłatę dywidend w przeliczeniu na jedną akcję. Wskaźnik oblicza się według formuły:

$$DPS = \frac{kwota\ dywidendy}{liczba\ wyemitowanych\ akcji} \tag{1.3}$$

Przydatność decyzyjna tego wskaźnika jest dość ograniczona, ponieważ informuje on jedynie o tym, jaka jest wartość dywidendy przypadająca na jedną akcję, nie informuje natomiast bezpośrednio o opłacalności inwestycji w akcje i nie może stanowić podstawy porównań różnych spółek (Wypych, 2008, s. 325). Wskaźnik wykorzystywany jest do oceny polityki dywidend prowadzonej przez spółkę, jednak przede wszystkim służy do obliczania innych wskaźników opisujących politykę dywidend. Jak zauważa Wypych (2008), wskaźnik *DPS* uwzględnia zarówno dywidendy wypłacone z wyniku finansowego danego roku, jak i dywidendy wypłacone z zysków zatrzymanych z lat poprzednich.

Stopa dywidendy (*dividend yield ratio – DYR*) stanowi relację kwoty dywidendy na jedną akcję do ceny rynkowej akcji na konkretny dzień notowań. Wskaźnik oblicza się według wzoru:

$$DYR = \frac{dywidenda\ na\ 1\ akcję}{cena\ rynkowa\ 1\ akcji} \times 100 \tag{1.4}$$

Z uwagi na formułę wskaźnika *DYR*, który analizuje stosunek wartości dywidendy do ceny akcji – co można odnieść do analizy przychodu z inwestycji do hipotetycznego kosztu[5] – wynik pokazuje opłacalność danej inwestycji. Z związku z powyższym wskaźnik *DYR* może być wykorzystany do oceny efektywności inwestycji w akcje danej spółki. Może także służyć do porównania efektywności inwestycji w akcje różnych spółek czy do porównań z innymi stopami procentowymi rynku finansowego.

Wskaźnik wypłaty dywidendy, stopa wypłaty dywidendy (dividend payout ratio – DPR) jest jednym z podstawowych wskaźników oceny polityki dywidendowej spółki (Kowerski, 2014, s. 188 i nast.). Informuje o tym, jaka część zysku netto została przeznaczona na wypłatę dywidendy. Oblicza się go według wzoru:

$$DPR = \frac{dywidenda\ na\ 1\ akcję}{zysk\ netto\ na\ 1\ akcję} \times 100 \tag{1.5}$$

Wskaźnik *DPR* pokazuje zatem udział dywidendy w zysku po opodatkowaniu. Kowerski (2014, s. 188) zauważa, że w interpretacji nie podaje się informacji o tym, jakiego okresu dotyczy zysk netto. W praktyce wylicza się relację dywidendy wypłaconej w danym roku obrotowym (czyli dywidendy za poprzedni rok obrotowy)

5 W przypadku analizowania stopy dywidendy akcji spółki, która już jest w posiadaniu inwestora, cena rynkowa jest kosztem hipotetycznym, gdyż akcje zostały zakupione wcześniej.

do zysku za ostatni rok obrotowy (Kowerski, 2014, s. 188). Wypych (2008, s. 327) wskazuje na pewne ograniczenia wskaźnika, jeżeli chodzi o ocenę polityki dywidendowej spółki. Zauważa, że w polskich warunkach niska wartość wskaźnika nie musi oznaczać, że pozostała po wypłaceniu dywidendy część zysku netto zostaje zatrzymana w przedsiębiorstwie, z zysku netto mogą być bowiem wypłacane tantiemy dla zarządu i rady nadzorczej, nagrody dla pracowników czy finansowane inne cele o charakterze socjalnym.

Z kolei Kowerski (2011a, s. 17) podkreśla, iż wskaźnik trudno zinterpretować w sytuacji, gdy spółka notuje stratę, a dywidenda wypłacana jest z kapitałów rezerwowych. Może także wprowadzać w błąd w razie liczenia przeciętnych sektorowych stóp wypłat dywidendy, gdy w analizie występują sektory z dużym udziałem strat netto. Dlatego też często proponuje się analizowanie dywidendy na jedną akcję w relacji do wartości aktywów na jedną akcję, wartości sprzedaży na jedną akcję czy kapitałów własnych na jedną akcję – zmiennych, które w zasadzie zawsze przyjmują wartości dodatnie (Kowerski, 2011a, s. 17).

Wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto (*dividend cover*, *dividend coverage ratio*, *cover ratio* – *CR* lub *DCR*) to kolejna miara wykorzystywana do oceny poziomu dywidend w spółkach, chociaż mniej popularna niż wskaźnik wypłaty dywidendy. Wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto (*cover ratio* – CR) pokazuje, ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczonego na dywidendę (Sierpińska, 1999, s. 88). Oblicza się go według formuły:

$$CR = \frac{zysk\ netto\ na\ 1\ akcję}{dywidenda\ na\ 1\ akcję} \tag{1.6}$$

Analiza wskaźnika pokrycia dywidendy w dłuższym okresie pozwala na ocenę modelu realizacji polityki dywidend spółki w przeszłości. Na jego podstawie można również prognozować sytuację firmy w tym obszarze.

Biorąc pod uwagę fakt, że źródłem wypłat dywidendy mogą być nie tylko zyski wypracowane przez spółkę w danym roku, lecz także zyski zatrzymane z poprzednich okresów, wskaźnik *CR* może przyjmować różną postać (Wypych, 2008, s. 327–328), na przykład:

$$CR = \frac{zysk\ netto\ za\ dany\ rok\ obrotowy}{zysk\ netto\ przeznaczony\ na\ dywidendy} \tag{1.7}$$

W tym ujęciu wskaźnik *CR* informuje, ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczonego na dywidendy.

Inne ujęcie prezentuje wskaźnik liczony według formuły:

$$CR = \frac{zysk\ netto\ za\ dany\ rok\ obrotowy}{kwoty\ dywidend\ wyplaconych} \tag{1.8}$$

Jeżeli na wypłatę dywidendy wykorzystano zyski z lat poprzednich, wówczas poziom tego wskaźnika będzie niższy od jedności.

## 1.5. Pojęcie i istota nabywania akcji własnych spółki

W zapisach Kodeksu spółek handlowych termin *akcja* stosowany jest na oznaczenie prawa udziałowego przysługującego akcjonariuszowi (między innymi art. 362 k.s.h.). Nabycie akcji własnych to zatem nabycie od akcjonariusza jego praw udziałowych przysługujących mu w związku z posiadaniem akcji danej spółki – członkostwem w spółce. Daniel Dąbrowski zauważa, że przepisy k.s.h. traktują akcje własne zarówno jako „wystawione przez spółkę papiery wartościowe (imienne oraz na okaziciela), jak i prawa udziałowe, które nie zostały inkorporowane w dokumencie akcyjnym" (Dąbrowski, 2010, s. 65).

Określenia *buyback* i *share repurchase* są tłumaczone w polskiej literaturze ekonomicznej dość różnorodnie, jako:

1) nabycie akcji własnych,
2) skup akcji własnych,
3) odkupienie akcji własnych,
4) wykup akcji własnych.

Należy zauważyć, że dość powszechne stało się stosowanie pojęcia *wykup akcji* (Szablewski, 2005; 2007; Bukalska, 2013; Rutkowski, 2005; 2006; Duliniec, 2011; Mamcarz, 2012a; 2012b; Pieloch, 2011b; 2012a; 2012c; Szewc-Rogalska, 2012; Horbaczewska, 2012; Kaźmierska-Jóźwiak, 2013; Zarębski, 2010; 2016), co jednak nie oddaje istoty programów typu *buyback/share repurchase*, zgodnie z przepisami polskiego prawa. W Kodeksie spółek handlowych (art. 416–418) *wykup akcji* oznacza dobrowolne lub przymusowe wykupienie akcji od akcjonariuszy mniejszościowych.

Biorąc pod uwagę powyższe oraz fakt, że często wyżej wymienione polskie tłumaczenia pojęć *buyback* i *share repurchase* stosowane są zamiennie (np. Pieloch, 2012a; 2012c; Horbaczewska, 2012; Szewc-Rogalska, 2012; Mamcarz, 2012b;

Kaźmierska-Jóźwiak, 2013), na potrzeby niniejszej pracy postanowiono przyjąć nazewnictwo *nabycie akcji własnych*, które jest konsekwentnie stosowane przez Kowerskiego (2016). Ponadto takie sformułowanie wydaje się najbardziej zasadne, zwłaszcza z prawnego punktu widzenia.

Nabycie akcji własnych jest, obok dywidendy pieniężnej, metodą dystrybucji kapitału do akcjonariuszy. Historycznie dywidendy stanowią formę dominującą polityki wypłat przedsiębiorstw, nie tylko w Polsce, ale również, czy przede wszystkim, w krajach posiadających wysoko rozwinięte rynki finansowe. Wiek XX przyniósł duże zmiany na światowych rynkach kapitałowych, w tym również w obszarze polityki dywidendowej spółek (Kaźmierska-Jóźwiak, 2016, s. 204). Powstało wówczas wiele opracowań badających trendy w obszarze polityki wypłat spółek. Najbardziej znaczące badania przeprowadzili Fama i French (2001, s. 3–43), którzy udokumentowali duży spadek udziału spółek wypłacających dywidendy w populacji spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych w latach 1978–1999. DeAngelo, DeAngelo i Skinner (2004) zauważyli z kolei, że z jednej strony następuje spadek liczby firm wypłacających dywidendę, z drugiej zaś rośnie wartość wypłacanych dywidend. Idąc dalej, Grullon i Michaely (2002) czy Jim Hsieh i Qinghai Wang (2007) wskazują na substytucyjną zależność między dywidendą pieniężną a nabywaniem akcji własnych przez spółki.

Nabycie akcji własnych można traktować jako szczególne narzędzie realizacji polityki wypłat spółek giełdowych, które ma określone zalety i wady, przy czym nabycie akcji własnych wydaje się być narzędziem bardziej elastycznym w stosunku do wypłaty dywidendy. Elastyczność ta wynika z możliwości rozłożenia procesu w czasie, zawieszenia go, a nawet zaniechania przeprowadzenia już ogłoszonego nabycia, co nie może mieć miejsca w przypadku wypłaty dywidendy (Pieloch, 2011b). Elastyczność operacji nabycia akcji własnych wynika również z fakultatywności i selektywności procesu. Fakultatywność oznacza, że akcjonariusze nie są zobowiązani do odsprzedaży akcji, ale mają do tego prawo. Selektywność odnosi się do faktu, iż nabycie akcji własnych, w przeciwieństwie do wypłaty dywidendy, obejmuje jedynie określonych akcjonariuszy.

Akt prawny obecnie regulujący zasady nabywania i umarzania akcji własnych w Polsce – Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych – oparty został na zasadzie kontynuacji, zgodnie z którą pozostawiono podstawowe pojęcia, terminologię i rozwiązania Kodeksu handlowego z 1934 roku (por. uzasadnienie projektu ustawy Kodeks spółek handlowych; Włodyka, 2007, s. 13; Dąbrowski, 2010, s. 26). Odnosi się to także do przepisów dotyczących nabywania akcji własnych, zgodnie z którymi spółka nie może nabywać wyemitowanych przez nią akcji (akcje własne) poza pewnymi wyjątkami. Obecny zakres wyjątków został rozszerzony w stosunku do poprzedniego aktu prawnego (Kodeksu handlowego).

Kodeks handlowy w pewnym zakresie nawiązywał do obowiązujących na ziemiach polskich aktów prawnych państw zaborczych. Reguły prawne dotyczące nabywania i umarzania akcji własnych, obowiązujące w zaborze niemieckim, austriackim, rosyjskim oraz w Polsce okresu międzywojennego, opisuje Dąbrowski (2010, s. 26).

Podstawą regulacji nabywania akcji własnych na obszarze prawa wspólnotowego są regulacje Unii Europejskiej, omówione w kolejnej części pracy.

## 1.6. Europejskie regulacje dotyczące nabywania akcji własnych

Przeprowadzenie programu nabycia akcji własnych nie było możliwe na większości rynków Europy jeszcze na początku XXI wieku. Jak zauważa Słoński (2012, s. 59), było to efektem z jednej strony zakazów regulatorów rynku, a z drugiej sposobu opodatkowania transakcji czy wreszcie wynikało ze skomplikowania procedur administracyjnych. Z biegiem czasu praktyka gospodarcza dawała coraz więcej przykładów na to, że w pewnych okolicznościach nabywanie akcji własnych to instrument zwiększający wartość spółki i zysk przeznaczony dla akcjonariuszy (Sójka, 2002, s. 38). Z tego względu ustawodawstwa państw Europy Zachodniej ewoluowały w kierunku legalizacji nabywania akcji własnych przez spółki czy poszerzania listy wyjątków od zakazu nabywania akcji własnych, natomiast w Stanach Zjednoczonych w większości przyjęto generalną dopuszczalność nabywania akcji własnych (Sójka, 2002, s. 38)[6].

Rynki finansowe poszczególnych państw należących do Unii Europejskiej działają na podstawie przepisów krajowych, ale celem integracji jest stworzenie jednolitego rynku finansowego. Aby usprawnić i przyspieszyć pełne zjednoczenie, Komisja Europejska przygotowała kompleksowy program działań, który został zawarty w dokumencie o nazwie *Financial Services Action Plan* (FSAP, 11.05.1999) (por. art. 13 Jednolitego Aktu Europejskiego z 28 lutego 1986 roku, Dz.Urz. WE L 169 z 29 czerwca 1987 roku). FSAP stanowi część szerszego planu, jaki został sformułowany w ramach tak zwanej strategii lizbońskiej, którą przyjęto w trakcie szczytu państw Unii Europejskiej w Lizbonie w 2000 roku.

Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) obejmował cały rynek finansowy. Jednak jak zauważa Aleksandra Pilecka, priorytetem FSAP było utworzenie zintegrowanego rynku kapitałowego, „bowiem rynek ten w większości krajów europejskich nie pełnił dotychczas szczególnie istotnej funkcji jako mechanizm alokacji zasobów" (Pilecka, 2005, s. 25).

6 Ciekawą analizę regulacji w zakresie nabywania akcji własnych Francji, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Szwajcarii, Szwecji, Hiszpanii i Włoch przedstawia Sakinç (2017, s. 6–8).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2006/68/WE (Dz.U. UE z 25 września 2006 r. Nr L 264) zmieniająca dyrektywę Rady nr 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału została uchwalona 6 września 2006 roku. Znosi ona niektóre rygorystyczne wymogi dyrektywy kapitałowej, przy jednoczesnym zabezpieczeniu interesów akcjonariuszy i wierzycieli oraz rynków kapitałowych. Głównym celem zmian dyrektywy kapitałowej było usprawnienie zarządzania i wzmocnienie konkurencyjności spółek akcyjnych przez stworzenie warunków do szybszego i mniej kosztownego przystosowywania się spółek do zmieniających się warunków rynku oraz przez zwiększenie oddziaływania na wysokość i strukturę kapitału oraz kształt stosunków własnościowych (Dąbrowski, 2008).

Do prawa polskiego dyrektywa nr 2006/68/WE została wdrożona Ustawą z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2008 r. Nr 118, poz. 747). Powyższa dyrektywa zmodyfikowała między innymi zasady nabywania akcji własnych na podstawie upoważnienia udzielanego przez walne zgromadzenie (art. 19 ust. 1 dyrektywy kapitałowej). W szczególności wydłużono do pięciu lat maksymalny okres upoważnienia oraz wyeliminowano ograniczenie dotyczące wartości nominalnej akcji własnych, które mogą być nabyte na jego podstawie. W dalszym ciągu jednak państwa członkowskie mają wybór, czy zezwalać spółkom akcyjnym na nabywanie akcji własnych na podstawie upoważnienia walnego zgromadzenia.

Dąbrowski (2008, s. 24; 2010, s. 32) kładzie nacisk na fakt, iż dyrektywa kapitałowa nie wprowadza zakazu nabywania akcji własnych – wręcz jednoznacznie wypowiada się przeciwko takiemu zakazowi, wskazując, że nabywanie akcji własnych przez spółkę może być przydatne czy uzasadnione pod warunkiem, że nie zostaną przez to naruszone interesy akcjonariuszy lub wierzycieli spółki. Podkreśla, że dyrektywa kapitałowa mówi o pewnych ograniczeniach nabywania akcji własnych, a nie o zakazie. Z kolei Jacek Napierała (2013, s. 209) nadmienia, że punktem wyjścia dyrektywy kapitałowej było dostrzeżenie pewnych korzyści wynikających z nabywania akcji własnych przez spółkę, natomiast celem regulacji dyrektywy przeciwdziałanie zagrożeniom, które wiążą się z nabywaniem akcji własnych. Zauważono bowiem, że nabywanie akcji własnych może naruszać interesy:

1) wierzycieli (przez zmniejszenie majątku spółki),
2) akcjonariuszy mniejszościowych (przez zawyżenie ceny nabycia akcji),
3) inwestorów na rynku kapitałowych (przez manipulowanie kursem akcji).

Dla ochrony interesów uczestników rynku kapitałowego Unia Europejska przyjęła Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. nr 2003/6/WE w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku (Dz.Urz. WE z 12 kwietnia 2003 r. Nr L 96). Jej założeniem jest uniemożliwienie

dokonywania wszelkich nadużyć na rynkach finansowych w Unii Europejskiej. Nadużycia na rynku definiowane są jako wykorzystywanie poufnych informacji i manipulacje na rynku.

Dyrektywa zobowiązuje kraje członkowskie do przyjęcia odpowiednich regulacji zakazujących wykorzystania informacji poufnych przy zawieraniu transakcji. Dąbrowski (2010, s. 31) uważa, iż uregulowania dyrektywy kapitałowej dotyczące nabywania akcji własnych stanowiły kompromis między rozwiązaniami funkcjonującymi w systemach romańskich oraz w systemie niemieckim. W romańskich systemach prawnych dozwolone było nabywanie przez spółki akcji własnych na podstawie upoważniającej uchwały walnego zgromadzenia, opisującej cele zakupu własnych praw udziałowych. W systemie niemieckim akcje własne mogły być nabyte bez zgody walnego zgromadzenia, ale wyłącznie w ustawowo określonych celach (zapobieżenie poważnej szkodzie – zagrażającej bezpośrednio spółce, tworzenie akcjonariatu pracowniczego, w ramach procedur łączenia spółek) (Dąbrowski, 2010, s. 31).

Regulacja przesłanek nabywania akcji własnych przez spółki akcyjne zawarta została w artykułach 19 i 20 dyrektywy. Zgodnie z artykułem 19 ust. 1 lit. a jako regułę przyjęto możliwość wprowadzenia do ustawodawstw krajowych zasady, zgodnie z którą spółki mogą nabywać akcje własne na podstawie upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Upoważnienie to musi określać:

1) warunki i zasady nabywania akcji własnych, a w szczególności maksymalną liczbę akcji do nabycia,
2) okres, na który zostaje udzielone upoważnienie,
3) w przypadku odpłatnego nabycia – maksymalną i minimalną wysokość zapłaty.

Długość okresu, na który udzielane jest upoważnienie, określa prawo krajowe, jednak nie może on przekraczać pięciu lat. Dyrektywa nakazuje też, by przepisy krajowe nakładały szczególne obowiązki na członków organu administrującego lub zarządzającego spółki nabywającej akcje własne. Członkowie ci powinni w momencie dokonywania każdego nabycia objętego upoważnieniem upewnić się, że nabycie dotyczy wyłącznie akcji w pełni opłaconych oraz że jest ono dokonywane ze środków stanowiących nadwyżkę finansową (Dąbrowski, 2010, s. 33).

## 1.7. Nabywanie i umarzanie akcji własnych w prawie polskim

Przepisy Kodeksu spółek handlowych utrzymują generalny zakaz nabywania akcji własnych (art. 362 § 1 k.s.h.) poza pewnymi wyjątkami, których lista została poszerzona w stosunku do poprzedniego aktu prawnego (Kodeksu handlowego).

Obecnie artykuł 362 § 1 k.s.h. obejmuje następujące przypadki, których wspomniany zakaz nie dotyczy:

1) nabycie akcji w celu zapobieżenia poważnej szkodzie bezpośrednio zagrażającej spółce;
2) nabycie akcji, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat;
   a) spółki publicznej, nabywającej akcje w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje;
3) nabycie akcji w drodze sukcesji uniwersalnej;
4) instytucji finansowej, która nabywa za wynagrodzeniem w pełni pokryte akcje na cudzy rachunek w celu ich dalszej odsprzedaży;
5) nabycie akcji w celu ich umorzenia;
6) nabycie w pełni pokrytych akcji w drodze egzekucji w celu zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza;
7) nabycie w pełni pokrytych akcji nieodpłatnie;
8) nabycie na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie; upoważnienie powinno określać warunki nabycia, w tym maksymalną liczbę akcji do nabycia, okres upoważnienia, który nie może przekraczać pięciu lat oraz maksymalną i minimalną wysokość zapłaty za nabywane akcje, jeżeli nabycie następuje odpłatnie;
9) nabycie akcji w innych przypadkach przewidzianych w ustawie.

Pierwszy z przypadków wymienionych w ustawie dotyczy zapobieżenia potencjalnej poważnej szkodzie, która ma charakter bezpośredni. Pojęcie szkody interpretowane jest przez środowisko prawnicze bardzo szeroko, nie tylko jako szkoda w znaczeniu materialnym, ale także jako wszelkie zagrożenia mające charakter organizacyjny, niemajątkowy, powodujące zagrożenie dla funkcjonowania spółki (Kidyba, 2017, s. 343 i nast.). Jako przykład takiej szkody wskazuje się wrogie przejęcie (Frąckowiak i inni, 2001, s. 589; Kidyba, 2017, s. 344). Andrzej Kidyba (2017, s. 344) zwraca uwagę, że „szkodą" – w myśl ustawy – nie jest spadek notowań spółki, chyba że wiąże się z utratą reputacji, kontraktów itd.

Nabycie akcji własnych w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce szkodzie jest możliwe na podstawie uchwały zarządu spółki. Zarząd zobowiązany jest jednak powiadomić najbliższe walne zgromadzenie akcjonariuszy o przyczynach lub celu nabycia akcji własnych, liczbie, wartości nominalnej akcji, udziale tych akcji w kapitale zakładowym oraz określić wartość świadczenia spełnionego w zamian za nabyte akcje (Kidyba, 2017, s. 344). Głównym celem tego zapisu jest możliwość poddania niezwłocznej kontroli decyzji zarządu dotyczącej nabycia

akcji własnych przez walne zgromadzenie akcjonariuszy (Sołtysiński i inni, 2003, s. 458).

Wracając do katalogu wyjątków od zakazu nabywania akcji własnych (art. 362 § 1 k.s.h.), należy zauważyć, że nie jest on zamknięty z uwagi na brzmienie punktu 9 artykułu 362 § 1 k.s.h.: „nabycia akcji w innych przypadkach przewidzianych w ustawie". Dąbrowski (2010, s. 36) zaznacza, że dalsze wyjątki od zakazu wprowadzają kolejne przepisy Kodeksu spółek handlowych, mianowicie:

1) artykuł 515 § 2 k.s.h. – nabycie akcji w celu umożliwienia objęcia akcji wspólnikom spółki przejmowanej,
2) artykuł 541 § 5 k.s.h. – nabycie akcji od wspólników wnoszących zastrzeżenia do planu podziału spółki.

Nabycie akcji własnych jest także dopuszczalne w przypadku:

1) pozbawienia praw udziałowych akcjonariuszy, którzy nie opłacili akcji (art. 331 § 2 k.s.h.),
2) przy zmianie przedmiotu działalności podmiotu (art. 417 k.s.h.),
3) w toku procedury przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych (*squeeze out* – art. 418 § 3 k.s.h. w związku z art. 417 k.s.h.),
4) w toku procedury przymusowego wykupu akcji, wszczynane przez akcjonariuszy mniejszościowych (*sell out* – art. 418 § 4 k.s.h. w związku z art. 417 k.s.h.),
5) przy transgranicznym łączeniu spółek (art. 516 k.s.h.).

Jak zauważa Dąbrowski (2010, s. 44), mimo znacznego rozszerzenia zakresu przypadków dopuszczających nabycie akcji własnych przez spółkę, nadal obowiązuje w prawie polskim przepis wyrażający kategoryczny zakaz ich nabywania. W państwach Unii Europejskiej dominuje odmienne podejście do unormowania nabywania akcji własnych przez spółkę – nie przez zakaz, ale przez określenie przesłanek, które muszą być spełnione, aby spółka mogła nabyć akcje własne (por. Sójka, 2004, s. 271 i nast.; Dąbrowski, 2010, s. 44 i nast.; Sakinç, 2017, s. 6–8).

Nabycie akcji własnych przez spółkę wymaga stosownej uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy w następujących przypadkach:

1) nabycia akcji własnych w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych (art. 363 § 1 pkt 2a k.s.h., art. 4 ust. 1 Rozporządzenia Komisji (WE) nr 2273/2003),
2) nabycia akcji własnych w celu zaoferowania ich pracownikom (art. 362 § 1 pkt 2 i art. 393 pkt 6 k.s.h.),
3) nabycia akcji własnych na podstawie artykułu 362 § 1 pkt 8 k.s.h.

Spółka zobowiązana jest przepisami Kodeksu spółek handlowych (art. 363 § 2 k.s.h.), niezależnie od okoliczności nabycia akcji własnych, ująć w sprawozdaniu z działalności spółki informacje dotyczące programu nabycia:

1) uzasadnienie nabycia akcji własnych w danym roku obrotowym;
2) liczbę oraz wartość nominalną akcji własnych, które zostały nabyte lub zbyte w danym roku obrotowym, ponadto określenie procentowego udziału tych akcji w kapitale zakładowym;
3) w przypadku nabycia lub zbycia odpłatnego uzyskaną cenę akcji lub wartość innego świadczenia wzajemnego;
4) liczbę i wartość nominalną akcji nabytych i zatrzymanych w spółce oraz ich procentowy udział w kapitale zakładowym.

Jak podkreśla Dąbrowski (2010, s. 127), określenie celu nabycia akcji własnych stanowi istotny element procesu decyzyjnego, umożliwia bowiem stwierdzenie, czy zaistniały przesłanki wyłączające ogólny zakaz nabywania akcji własnych. Co jednak istotne, ustawa nie wymaga od spółki „uzewnętrznienia" celu nabycia, w szczególności w uchwale zarządu.

Termin *umorzenie* jest pojęciem dość wieloznacznym, może mieć bowiem zastosowanie w wielu dziedzinach życia. W ujęciu prawnym będzie on oznaczał zrezygnowanie z dalszego postępowania sądowego w określonej sprawie, w ujęciu księgowym zrezygnowanie całkowicie lub częściowo ze ściągania jakichś należności pieniężnych lub zmniejszenie wartości użytkowanych środków trwałych stosownie do ich zużycia. Umorzenie oznacza zatem całkowite lub częściowe zrezygnowanie z pewnego postępowania. Umarzać można więc postępowanie sądowe, wierzytelności (Szwęch, 2012), zaległe podatki (Kuraś, 2017), odsetki za zwłokę w spłacie należności (Wójtowicz, 2011), udziały w spółce (Kowalska, Mentel-Wyrzychowska, Siwkowska, 2012) czy też akcje własne spółki.

Wojciech Popiołek wyjaśnia, iż umorzenie akcji polega na „unicestwieniu prawa podmiotowego związanego z akcją jako ułamkową częścią kapitału zakładowego, wynikającego z odpowiedniego obniżenia tego kapitału" (Popiołek, 2010, s. 208). Dodaje przy tym, że Kodeks spółek handlowych wymaga w przypadku umorzenia akcji obniżenia kapitału zakładowego (art. 360 § 1 k.s.h.). Jacek Napierała i Tomasz Sójka (Koch, Napierała, 2015, s. 422) definiują umorzenie akcji jako procedurę zniesienia stosunku członkostwa w spółce akcyjnej (umorzenie wszystkich akcji akcjonariusza) albo modyfikację jego treści (umorzenie części akcji akcjonariusza). Najpełniejsza wydaje się definicja Kidyby, który uważa, że umorzenie jest „specyficzną czynnością spółki, której efektem jest prawna likwidacja, tj. unicestwienie niektórych lub wszystkich akcji w kapitale zakładowym, co odbywa się za wynagrodzeniem lub bez wynagrodzenia" (Kidyba, 2017, s. 325). Autor ten wyjaśnia dalej, że w procedurze umorzenia akcji dochodzi nie tylko do likwidacji akcji jako części kapitału zakładowego, ale również praw z nią związanych (Kidyba, 2017, s. 325). Tak ujęta definicja i takie podejście do umorzenia akcji zostało przyjęte w niniejszej pracy na potrzeby dalszych rozważań.

Kodeks spółek handlowych wyróżnia, ze względu na zdarzenie będące przyczyną umorzenia, cztery sposoby umorzenia (Nowacki, 2007, s. 82 i nast.; Sołtysiński i inni, 2008, s. 501; Popiołek, 2010, s. 212 i nast.; Dąbrowski, 2010, s. 161):

1. Umorzenie dobrowolne – umorzenie podjęte decyzją walnego zgromadzenia za zgodą akcjonariusza w drodze nabycia akcji przez spółkę. Na umorzenie dobrowolne składa się nabycie akcji od akcjonariuszy, podjęcie przez walne zgromadzenie uchwały o umorzeniu tych akcji i o odpowiednim obniżeniu kapitału oraz konstytutywny wpis obniżenia w rejestrze sądowym (Sójka, 2004, s. 170 i nast.; Popiołek, 2010, s. 214). Jak podkreśla Sójka (2004, s. 170), dobrowolne umorzenie akcji nie dochodzi do skutku, jeżeli spółka nie nabyła akcji własnych, nie wystarczy bowiem oświadczenie akcjonariuszy o tym, że zgadzają się na umorzenie należących do nich akcji. Cechą szczególną procedury dobrowolnego umorzenia akcji jest obowiązek niezwłocznej zapłaty ceny za akcje nabywane w celu umorzenia (Opalski, 2011, s. 10). Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych wprowadziła zapis (art. 359 § 1 k.s.h.), według którego umorzenie dobrowolne nie może być dokonywane czyściej niż raz w roku obrotowym – taka regulacja ma na celu zwiększenie trwałości kapitału zakładowego spółki, spełniającego między innymi funkcje gwarancyjne wobec wierzycieli.
2. Umorzenie przymusowe – definiowane jako umorzenie akcji podjęte decyzją walnego zgromadzenia bez zgody akcjonariusza (art. 359 § 1 k.s.h.). Sójka (2004, s. 173) zauważa, że nie chodzi tu jednak o brak jakiejkolwiek zgody, ale brak zgody akcjonariusza „wyrażonej w drodze zbycia akcji mających podlegać umorzeniu na rzecz spółki". Wobec powyższego umorzenie przymusowe ma miejsce wtedy, gdy dochodzi do niego bez zgody akcjonariusza wyrażonej w drodze zbycia akcji na rzecz spółki. Akcje mogą zostać przymusowo umorzone w dwóch trybach:
   a) na podstawie uchwały walnego zgromadzenia, gdy zrealizują się określone w statucie okoliczności,
   b) automatycznie, w sytuacji ziszczenia się określonego w statucie zdarzenia (bez uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy).

   Tak jak w przypadku umorzenia dobrowolnego, wraz z uchwałą o przymusowym umorzeniu akcji w trakcie tego samego walnego zgromadzenia akcjonariuszy powinna zostać podjęta uchwała o odpowiednim obniżeniu kapitału zakładowego (art. 360 § 1 k.s.h.).
3. Umorzenie automatyczne – umorzenie podjęte bez powzięcia uchwały przez walne zgromadzenie akcjonariuszy w razie ziszczenia się określonego w statucie zdarzenia. Postępowanie w przypadku umorzenia automatycznego jest o tyle uproszczone, że nie wymaga uchwały walnego zgromadzenia

akcjonariuszy, czynności niezbędne do umorzenia, w szczególności uchwałę o obniżeniu kapitału zakładowego, podejmuje zaś zarząd (art. 359 § 7 k.s.h; Kidyba, 2017, s. 332). Uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy jest w tym przypadku zbędna, ponieważ przyczyną umorzenia akcji jest wystąpienie opisanego w statucie zdarzenia. Popiołek (2010, s. 219) zauważa, że w takim przypadku „przewidziane w statucie umorzenie następuje z chwilą ziszczenia się warunku".

4. Umorzenie ustawowe (obligatoryjne) – umorzenie akcji własnych, które nie zostały zbyte w określonych ustawowo terminach (art. 363 § 5 k.s.h.). Decyzja o umorzeniu nie należy w tym przypadku do walnego zgromadzenia akcjonariuszy, ale do zarządu spółki. Napierała i Sójka (Koch, Napierała, 2015, s. 427) wskazują, że umorzenie jest sankcją wobec spółki za niewywiązanie się z obowiązku zbycia akcji własnych określonego w artykule 363 § 3 i 4 k.s.h. Wobec powyższego do ustawowego umorzenia akcji nie są niezbędne zapisy statutu upoważniające do umorzenia. Spółka jest zobowiązana do umorzenia akcji w razie wystąpienia okoliczności opisanych w artykule 363 § 5 k.s.h. Zarząd spółki zobowiązany jest do powzięcia uchwał dotyczących umorzenia akcji oraz obniżenia kapitału zakładowego, następnie doprowadzenia do wpisania tych uchwał do rejestru.

Popiołek (2010, s. 212) zwraca uwagę, że umorzenie automatyczne jest „raczej szczególnym rodzajem umorzenia przymusowego, charakteryzującego się tym, że dochodzi ono do skutku, jeżeli spełnione są opisane w statucie przesłanki (tak jak umorzenie przymusowe), ale nie z mocy uchwały walnego zgromadzenia" (odmiennie uważa Szumański – zob. Pyzioł, Szumański, Weiss, 2004, s. 715).

Należy podkreślić, że umorzenie akcji zawsze wymaga obniżenia kapitału zakładowego – obniżenie stanowi niejako obligatoryjne następstwo umorzenia (Popiołek, 2010, s. 221). Przepisy Kodeksu spółek handlowych nie dopuszczają, jak to miało miejsce w przypadku Kodeksu handlowego, tak zwanego umorzenia z czystego zysku. Szczegółową procedurę umorzenia akcji własnych spółki opisuje Artur Nowacki (2007, s. 214–353).

Możliwość nabywania akcji własnych w celu umorzenia przewidywał Kodeks handlowy (art. 363 i 365 § 1) i wcześniejsze akty prawne obowiązujące na ziemiach polskich (Popiołek, 2010, s. 162). Umorzenie akcji wykorzystywane było do spłacania akcjonariuszy, zwłaszcza w przypadku spółek, które miały prowadzić działalność tylko przez pewien czas (zwykle z uwagi na określony czas koncesji czy zezwolenia).

Spółka publiczna, nabywając znaczny pakiet akcji własnych (w rozumieniu art. 69 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach

publicznych – Dz.U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.), zobowiązana jest niezwłocznie zawiadomić o tym Komisję Nadzoru Finansowego, spółkę prowadzącą rynek regulowany, na którym notowane są akcje oraz przekazać informację do wiadomości publicznej.

Przekazywanie do wiadomości publicznej informacji o nabywaniu akcji własnych odbywa się przez raporty bieżące i okresowe. Raporty bieżące powinny zawierać informację o nabyciu, zbyciu lub umorzeniu akcji własnych przez ich emitenta lub podmiot od niego zależny. Spółka ma obowiązek wskazać podstawę prawną i cel nabycia akcji własnych, liczbę akcji nabytych (lub sprzedanych) wraz ze średnią ceną za jedną akcję, wartość nominalną nabytych akcji własnych, ich udział w kapitale zakładowym oraz w ogólnej liczbie głosów, a także łączną liczbę posiadanych akcji własnych wraz z informacją o ich udziale w kapitale zakładowym oraz ogólnej liczbie głosów. Z uwagi na to, że raporty bieżące zawierają informacje, które należy przekazać do wiadomości niemalże natychmiast – ze względu na to, że mogą mieć istotny wpływ na cenę papieru wartościowego, spółka jest zobowiązana opublikować je niezwłocznie po zajściu zdarzenia, nie później jednak niż w ciągu 24 godzin.

Nabywanie akcji własnych przez spółkę publiczną lub podmiot działający na jej rachunek i w jej imieniu powinno zostać przeprowadzone zgodnie z warunkami przepisów prawa europejskiego, czyli przez:

1) publiczne ogłoszenie programu nabycia akcji własnych,
2) zachowanie zasady równego traktowania akcjonariuszy,
3) dokonanie transakcji z zachowaniem ograniczeń co do liczby nabywanych akcji własnych i ich ceny,
4) przeznaczanie nabytych akcji własnych na określone cele.

## 1.8. Metody nabywania akcji własnych

W literaturze i praktyce gospodarczej wyróżnia się zazwyczaj trzy podstawowe sposoby nabywania akcji własnych przez spółki:

1) przez operacje otwartego rynku (*open market share repurchase*),
2) w drodze oferty publicznej (*self tender offer*):
   a) w trybie przetargu holenderskiego (*Dutch auction repurchase*),
   b) w trybie nabycia po stałej cenie (*fixed price tender offer*),
3) w drodze negocjacji indywidualnych (*negotiated repurchase*).

**Nabywanie akcji w ramach transakcji otwartego rynku (*open market share repurchase*)** polega na stopniowym kupowaniu akcji na giełdzie. Spółka dokonuje nabycia zazwyczaj według ustalonego programu nabycia, który określa:

1) liczbę akcji, którą spółka zamierza nabyć,
2) maksymalną cenę, za jaką akcje mogą być nabyte,
3) czas trwania programu nabywania akcji własnych.

Metoda ta uważana jest za popularną i dominującą na wielu rynkach, zwłaszcza amerykańskim, i jest często wybierana przez spółki (Grullon, Ikenberry, 2000, s. 32; Baker, Powell, Veit, 2002, s. 249). Istotną zaletą transakcji otwartego rynku jest ich elastyczność na zmieniającą się sytuację na rynku, spółka nie kupuje bowiem wszystkich akcji od razu, ale nabywa drobne pakiety w dłuższym okresie, w zależności od kształtowania się kursu akcji (Sójka, 2004, s. 76). Ponadto ogłoszenie programu nabywania akcji nie wiąże się z koniecznością realizacji tego programu – spółka może:

1) odstąpić od zaplanowanego i ogłoszonego programu nabycia akcji własnych,
2) zawiesić realizację programu na pewien czas,
3) wykonać program częściowo, nabywając mniejszą liczbę akcji niż zaplanowano i przerywając procedurę nabywania akcji własnych.

Słoński (2012, s. 71) zaznacza, że spółki, które przeprowadzają program nabycia akcji własnych zgodnie z regulaminem nabycia, są wyjątkami.

Ograniczeniem dla przeprowadzenia programu nabywania akcji własnych na otwartym rynku jest często mała liczba akcji pozostających w wolnym obrocie (tzw. *free float*). Kolejną wadą jest zwykle ograniczona liczba akcji własnych, którą można objąć programem nabycia w ramach transakcji otwartego rynku. W przypadku spółek, które posiadają inwestora strategicznego, liczba ta nie przekracza zwykle 5% wyemitowanych akcji (Dąbrowski, 2010, s. 130). Wskazuje się także, że nabywanie akcji własnych na otwartym rynku ma stosunkowo niską wartość sygnalizacyjną (Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995; Sójka, 2004, s. 75) w porównaniu z pozostałymi metodami nabywania akcji własnych.

Badania prowadzone na rynku amerykańskim pokazują, że jedynie niewielka część wartości ogłoszonej w programie nabycia akcji własnych jest faktycznie odkupywana, a wiele firm, ogłaszając program, nie realizuje go w ogóle (szerzej Jagannathan, Stephens, Weisbach, 2000; Oded, 2004). Utpal Bhattacharya i Stacey E. Jacobsen (2015, s. 726) wskazują, że 24% wszystkich firm, które ogłosiły program nabycia akcji własnych w okresie 1985–2012, nie nabyło z rynku ani jednej akcji w trakcie roku obrotowego, w którym program został ogłoszony. Autorzy wyliczyli, że 13% firm nie przeprowadziło programu nabycia akcji własnych w ciągu czterech kolejnych lat obrotowych po ogłoszeniu informacji o programie *buyback*.

**Nabywanie akcji w drodze oferty publicznej (*self tender offer*)** dotyczy zazwyczaj większej liczby nabywanych akcji w krótkim czasie. Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji odbywa się przez:

1) wezwanie do sprzedaży po określonej cenie (*fixed price tender offer*),
2) wezwanie do sprzedaży w drodze aukcji holenderskiej (*Dutch auction repurchase*).

W przypadku trybu wezwania do sprzedaży po określonej cenie (*fixed price tender offer*) spółka informuje:

1) ile akcji zamierza nabyć,
2) jaką stałą cenę oferuje za jedną akcję,
3) jaki jest termin złożonej oferty.

Dodatkowo można też określić minimalną liczbę akcji, które muszą zostać zgłoszone spółce do nabycia, aby doszło do transakcji (Horbaczewska, 2012, s. 71). W sytuacji gdy na wezwanie odpowie mniej akcjonariuszy, niż zakładano, czas realizacji programu nabywania akcji własnych może zostać wydłużony, gdy regulamin tak stanowi. W przypadku gdyby na wezwanie odpowiedziało więcej chętnych, spółka może dokonać proporcjonalnej redukcji ofert lub nabyć dowolną liczbę akcji.

Cena proponowana w wezwaniu jest zazwyczaj wyższa od aktualnej ceny rynkowej, aby akcjonariusze byli zainteresowani sprzedaniem akcji. Różnica między ceną rynkowa a ceną oferowaną w wezwaniu to tak zwana premia. Na rynku amerykańskim premia wynosi ponad 20% ceny rynkowej akcji sprzed ogłoszenia programu nabycia akcji własnych. Jak podkreśla Horbaczewska (2012, s. 72), rynek odczytuje wysokość premii w kontekście skali niedowartościowania spółki.

Podkreśla się, że to spółka ponosi ryzyko określenia ceny, która jest odpowiednia z punktu widzenia nabycia zamierzonej liczby akcji przy jak najmniejszych kosztach (Weston, Chung, Siu, 1998).

**Nabywanie akcji w drodze przetargu holenderskiego (*Dutch auction repurchase*)** polega na tym, że spółka kupująca określa przedział cenowy, nie jedną stawkę, a inwestorzy odpowiadający na wezwanie określają, według jakiej ceny z podanego przedziału skłonni są akcje sprzedać (Bagwell, 1992, s. 74; Gay, Kale, Noe, 1996, s. 57). Sójka (2004, s. 77) definiuje nabywanie akcji w drodze przetargu holenderskiego jako tę metodę, gdzie „spółka nie ogłasza jednej ceny kupna, lecz jedynie najwyższą z cen, jaką jest skłonna zapłacić". Metoda daje zatem możliwość przesunięcia części ryzyka określenia odpowiedniej ceny ze spółki nabywającej na akcjonariuszy odpowiadających na wezwanie. Akcjonariusz decyduje, ile akcji chce sprzedać i po jakiej cenie. Po analizie arkusza zleceń budowane jest zestawienie zbiorcze na podstawie cen określonych przez akcjonariuszy. Spółka nabywająca wyznacza jedną cenę dla wszystkich akcjonariuszy, po której może nabyć wszystkie akcje (Horbaczewska, 2012, s. 73; Słoński, 2012, s. 64).

Wskazuje się, że metody nabywania akcji w drodze przetargu holenderskiego oraz w ramach transakcji otwartego rynku mają mniejszą siłę sygnalizowania

niedowartościowania akcji niż metoda polegająca na wezwaniu do sprzedaży akcji po określonej cenie (Comment, Jarrell, 1991, s. 1243).

**Nabywanie akcji w drodze transakcji negocjowanych indywidualnie (*private share repurchase*, *targeted share repurchase*, *negotiated share repurchase*)** jest metodą rzadziej wykorzystywaną w praktyce. Polega ona na tym, że zakup akcji własnych odbywa się w drodze indywidualnie negocjowanych umów z jednym czy kilkoma poszczególnymi akcjonariuszami (Dittmar, 2000, s. 337). Sójka (2004, s. 76) zaznacza, że z powodów praktycznych umowa nabycia akcji własnych zawierana jest zwykle z inwestorami posiadającymi znaczne pakiety akcji. Doświadczenia rynku amerykańskiego wskazują, że metoda nabywania akcji w drodze transakcji negocjowanych indywidualnie jest najczęściej wykorzystywana w sytuacji zagrożenia wrogim przejęciem (Dittmar, 2000, s. 337).

Urs C. Peyer i Theo Vermaelen (2005), którzy przeanalizowali przyczyny i konsekwencje 737 transakcji negocjowanych indywidualnie w latach 1984–2001, wyróżniają cztery typy tej metody nabywania akcji (podobna klasyfikację proponują w literaturze polskiej Sójka, 2004 oraz Pieloch, 2012a):

1) metodę typu *greenmail* – z tym przypadkiem mamy do czynienia, gdy spółka nabywa akcje własne od podmiotu planującego wrogie przejęcie; aby agresor odpowiedział na wezwanie, zwykle konieczne jest zaoferowanie atrakcyjnej ceny zawierającej wysoką premię ponad wycenę rynkową spółki; w literaturze z zakresu fuzji i przejęć metoda *greenmail* przedstawiana jest jako metoda obrony przed wrogim przejęciem, stosowana po złożeniu oferty, polegająca na odkupieniu (próbie odkupienia) akcji od „podmiotu stwarzającego zagrożenie przejęciem spółki" (Szymański, Nogalski, 2011, s. 105); nabycie cechuje się określoną premią;
2) nabycie akcji własnych od tak zwanych insiderów lub pracowników – w takich przypadkach głównym celem nabycia akcji własnych jest zwykle zmiana struktury akcjonariatu, transakcji może też towarzyszyć motyw dodatkowego wynagrodzenia menedżerów czy pracowników spółki (Pieloch, 2012a, s. 160); nabycie akcji własnych od insiderów zazwyczaj cechuje się brakiem premii – transakcja realizowana jest po cenach rynkowych (*zero-premium events*);
3) nabycie z premią – ten przypadek dotyczy transakcji zawieranych z premią, których celem nie jest obrona przed wrogim przejęciem; umowa zawiera premię, ponieważ zarząd przekonany jest o niedowartościowaniu akcji spółki i wykorzystuje nabycie akcji własnych jako narzędzie umożliwiające wzrost wartości spółki;
4) nabycie z dyskontem – nabycie akcji własnych z dyskontem, czyli poniżej ceny rynkowej, dotyczy sytuacji, gdy inwestor planuje wyjść z inwestycji, zmniejszyć rozmiary działalności spółki czy wręcz przeprowadzić całkowitą

jej likwidację; w takich sytuacjach inwestor nie będzie nadmiernie wrażliwy na cenę, w zamian oczekując szybkiego sfinalizowania transakcji; Peyer i Vermaelen (2005) wskazują, że 45% wszystkich transakcji negocjowanych indywidualnie, ogłoszonych w okresie 1984–2001, zrealizowano z dyskontem; motywem tych transakcji mogło być umożliwienie wyjścia z danej inwestycji akcjonariuszom mającym słabą pozycję negocjacyjną w spółce.

## 1.9. Motywy nabywania akcji własnych

Programy nabywania akcji własnych zyskały największą popularność i znaczenie na rynku amerykańskim. Z tego powodu powyższa problematyka stała się częstym przedmiotem analiz badaczy z USA. Motywy nabywania akcji własnych podejmowali w swoich badaniach między innymi: Ronald Masulis (1980), Larry Y. Dann (1981), Theo Vermaelen (1981), James W. Wansley, William R. Lane i Salil Sarkar (1989) czy Mike Cudd, Rakesh Duggal i Salil Sarkar (1996), Murali Jagannathan i Clifford Stephens (2003), J. Fred Weston i Juan A. Siu (2003), Woan-lih Liang i inni (2013). Często wskazuje się wręcz, że za danym programem nabycia akcji własnych może stać wiele motywów.

Wansley, Lane i Sarkar (1989) twierdzą, że motywy nabycia akcji własnych mogą być wyrażone przez sześć hipotez:

1) hipotezę substytucji dywidendy – nabycie akcji własnych traktowane jest jako alternatywa wobec dywidendy pieniężnej;
2) hipotezę struktury kapitałowej – nabycie akcji własnych zwiększa poziom dźwigni finansowej; zarządzający mogą przeprowadzić program nabycia akcji własnych w celu optymalizacji/zmiany struktury kapitałowej;
3) hipotezę redystrybucji akcji – akcje nabyte w programie *buyback* zostaną zaoferowane do nabycia pracownikom – mogą zostać wykorzystane jako bonusy czy też umorzone;
4) hipotezę inwestycji (nadwyżkowych przepływów pieniężnych) – wobec braku alternatywnych projektów inwestycyjnych inwestycja nadwyżki uzyskanej z przepływów pieniężnych zostaje przeznaczona na nabycie akcji własnych;
5) hipotezę sygnalizacji – zarząd, za pomocą nabycia akcji własnych, chce przekazać rynkowi informacje na temat przyszłych korzystnych wyników finansowych; wobec tego program *buyback* stanowi sygnał o niedowartościowaniu spółki;
6) hipotezę transferu wartości przedsiębiorstwa między akcjonariuszy, menedżerów i dawców długu; dodatkowo nabycie akcji własnych może przynieść korzyść zarządzającym albo przez redukcję prawdopodobieństwa przejęcia spółki, albo przez wzrost udziału zarządzających w akcjonariacie spółki.

Późniejsze publikacje potwierdzają mnogość motywów nabywania akcji własnych oraz wskazują podobne obszary przyczyn i celów realizacji programów *buyback* przez spółki. Zdaniem Grullona i Ikenberry'ego (2000, s. 30–31) zwykle istnieje wiele motywów przeprowadzania operacji nabycia akcji własnych przez spółki, przy czym najistotniejsze znaczenie mają:

1) poprawa wyników finansowych (wzrost wskaźnika *EPS*) – operacja nabycia akcji własnych powoduje zmniejszenie liczby akcji na rynku, w efekcie czego można spodziewać się wzrostu wskaźników finansowych, w tym wskaźnika *EPS*, co może sprzyjać wzrostowi kursu akcji na rynku; Grullon i Ikenberry (2000, s. 35) podkreślają, że ten motyw często jest główny, jeżeli nie podstawowy;
2) efekt sygnalizowania przyszłej, korzystnej sytuacji finansowej spółki – zwykle zakłada się, że zarząd ma większą wiedzę na temat realnej wartości przedsiębiorstwa niż tak zwani akcjonariusze zewnętrzni; ta asymetria informacji może prowadzić do tego, że zarząd ma wiedzę na temat dobrych perspektyw spółki, co jednak nie przekłada się na kurs akcji, gdyż inwestorzy bazują jedynie na informacjach publicznie dostępnych; w przypadku gdy zarząd jest przekonany o optymistycznych przyszłych wynikach spółki, jest skłonny do zasygnalizowania tego faktu przez dystrybucję gotówki dla akcjonariuszy, na przykład przez nabycie akcji własnych (Miller, Rock, 1985);
3) niedowartościowanie kursów akcji spółki – nabycie akcji własnych jest często związane z faktem, że zarząd nie zgadza się z obecną wyceną spółki przez rynek, uznając, że akcje spółki są niedowartościowane; Alon Brav i inni (2005) wskazują, że jest to jeden z ważniejszych motywów realizowania programu nabycia akcji własnych przez spółki; na motyw niedowartościowania spółki, jako najistotniejszy, zwraca także uwagę Dittmar (2000);
4) zmiana struktury kapitału – kolejny motyw związany jest z kształtowaniem struktury kapitału przez dostosowanie wskaźnika dług/kapitał własny (*debt/equity*) do odpowiedniego dla spółki poziomu; zmniejszenie liczby akcji własnych w obrocie powoduje spadek wartości kapitału własnego, a zatem wzrost wskaźnika dług/kapitał własny; wzrost wskaźnika zadłużenia generuje zarówno korzyści, w postaci tarczy podatkowej, jak i zagrożenia wynikające ze wzrostu ryzyka finansowego i może zostać osiągnięty między innymi przez realizację programu nabycia akcji własnych;
5) minimalizacji kosztów agencji – wypłacanie nadmiaru gotówki może być narzędziem służącym do kontrolowania działań menedżerów, w sytuacji gdy dochodzi do powstania konfliktu interesów pryncypałów (właścicieli) i agentów (kadry zarządzającej), a w efekcie do wystąpienia kosztów agencji (Eastebrook, 1984; Jensen, 1986), które narastają wraz ze wzrostem

przedsiębiorstwa; w sytuacji gdy spółka posiada wolne przepływy pieniężne, przy jednoczesnym braku rentownych projektów inwestycyjnych, powinna zapaść decyzja o wypłacie nadmiaru gotówki, na przykład przez program nabycia akcji własnych;

6) alokacja kapitału na rynku kapitałowym – przekazanie akcjonariuszom gotówki, na przykład przez program nabycia akcji własnych, umożliwia zagospodarowanie jej na rynku kapitałowym, często bardziej efektywnie, niż zrobiłby to zarząd spółki;
7) substytucja dywidendy pieniężnej – zanim nabycia akcji stały się popularne w gospodarce, dywidenda pieniężna stanowiła podstawowy instrument umożliwiający zwrot dla akcjonariuszy, stanowiący rekompensatę za zaangażowanie kapitału; Grullon i Ikenberry (2000) zwracają uwagę, że w sytuacji, gdy przedsiębiorstwa są „godziwie" wycenione na rynku, te dwie metody transferu gotówki są ekonomicznie równoważne, z jednym zastrzeżeniem, które związane jest z podatkami; prawo podatkowe zwykle inaczej traktuje zyski kapitałowe i dywidendy, jeżeli nie w stawce podatku, to w czasie, kiedy zobowiązanie podatkowe powstaje; obecnie zwraca się również uwagę na fakt, że nabycie akcji własnych jest, w przeciwieństwie do wypłaty dywidendy, narzędziem bardziej elastycznym, można je bowiem rozłożyć w czasie, zawiesić czy zaniechać, nawet gdy program nabycia został już ogłoszony (Kaźmierska-Jóźwiak, 2013).

Jak już podkreślano, na rynku polskim przepisy Kodeksu spółek handlowych utrzymują generalny zakaz nabywania akcji własnych (art. 362 § 1 k.s.h.) poza pewnymi wyjątkami. Lista wyjątków w zasadzie determinuje cele nabycia akcji własnych przez spółkę.

Analizując polską literaturę, należy zwrócić uwagę na próbę klasyfikacji celów nabycia akcji własnych przez spółki w celu umorzenia, zaproponowaną przez Nowackiego (2007, s. 71 i nast.). Autor, przyjmując, że z prawnego puntu widzenia umorzenie oznacza z jednej strony wygaśnięcie akcji, co może doprowadzić do zmian w rozkładzie praw i obowiązków akcjonariuszy w spółce, z drugiej zaś zawsze prowadzi do zmian w kapitałach własnych spółki, wyróżnia dwie grupy celów, dla których spółki dokonują umorzenia (Nowacki, 2007, s. 71):

1) cele polegające na doprowadzeniu do zmian w rozkładzie praw i obowiązków w spółce,
2) cele polegające na doprowadzeniu do zmian w kapitałach własnych spółki, w szczególności do obniżenia kapitału zakładowego lub wypłat na rzecz akcjonariuszy.

Jak podkreśla: „w przypadku konkretnego umorzenia elementy te pozostają w stosunku do siebie, w różnej kolejności, jako cel umorzenia do jego skutku ubocznego" (Nowacki, 2007, s. 71).

Inną ciekawą propozycję przedstawia Pieloch (2012a, s. 63–64). Opierając się na klasyfikacji motywów Cudda, Duggala i Sarkara (1996), którzy z kolei bazowali na klasyfikacji motywów nabycia akcji własnych Wansleya, Lane'a i Sarkara (1989), autorka proponuje dwuwymiarową klasyfikację przyczyn i celów odkupienia akcji własnych, dzieląc je na (Pieloch, 2012a, s. 63–64):

1) czynniki mikroekonomiczne:
   a) związane z jednej strony z sytuacją finansową spółki (zmiana struktury kapitałowej, realizacja programów motywacyjnych, brak rentownych projektów inwestycyjnych, posiadanie nadwyżkowych przepływów pieniężnych, niskie wartości wskaźników rynku kapitałowego, stopniowe ograniczanie działalności spółki, pokrycie straty bilansowej, wydanie akcji udziałowcom spółki przejmowanej),
   b) związane z sytuacją i położeniem akcjonariuszy,
2) czynniki makroekonomiczne, związane z położeniem spółki na rynku kapitałowym.

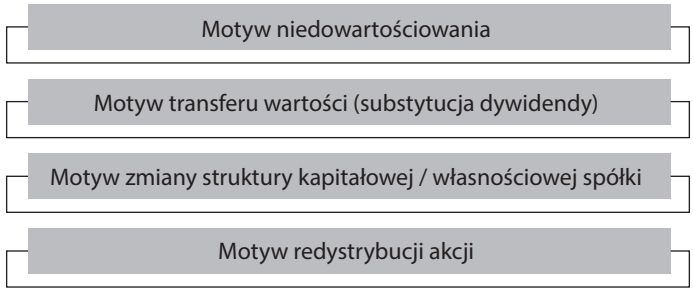
Jak podkreśla autorka, te grupy czynników „tworzą splot okoliczności, zdarzeń, wypadków decydujących o podjęciu decyzji o nabyciu akcji własnych w określony sposób i w danych warunkach" (Pieloch, 2012a, s. 65). Schemat zaproponowany przez nią pokazuje, jak bogata i różnorodna może być paleta przyczyn i celów nabywania akcji własnych. Uważam jednak, że bardziej zasadne byłoby rozgraniczenie przyczyn od celów, przyczyna stanowi bowiem element pierwotny danej decyzji, natomiast cel odnosi się do efektu, który spółka zamierza osiągnąć.

Alina Szewc-Rogalska (2012, s. 365–373) wskazuje na następujące motywy nabycia akcji własnych przez spółki, analizując jednocześnie przewidywane konsekwencje:

1) brak projektów inwestycyjnych kreujących wartość,
2) właściwości sygnalizacyjne nabywania akcji,
3) podniesienie zysku na jedną akcję (*EPS*) i ceny rynkowej akcji,
4) korzyści podatkowe,
5) obrona przed wrogim przejęciem,
6) redukcja kosztów agencji,
7) zmiana struktury kapitału,
8) zmiana struktury własnościowej,
9) efektywna alokacja kapitału.

Biorąc pod uwagę przedstawione propozycje klasyfikacji motywów nabywania akcji własnych, zapisy Kodeksu spółek handlowych w tym zakresie oraz wyniki badań prowadzonych na rynku polskim (Słoński, 2012), które wskazują, że niedowartościowanie akcji było najczęstszym celem programów *buyback* realizowanych na GPW w Warszawie w latach 2005–2010, uważam, że propozycja oparta

na klasyfikacji Wansleya, Lane'a i Sarkara (1989) byłaby najbardziej odpowiednia do opisania motywów nabywania akcji własnych na rynku polskim. Rysunek 1 i tabela 1 przedstawiają odpowiednio propozycję klasyfikacji motywów oraz układ motywów, działań i spodziewanych rezultatów programów nabywania akcji własnych na rynku polskim.




**Rysunek 1.** Klasyfikacja motywów nabywania akcji własnych

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie Wansley, Lane, Sarkar (1989); Grullon, Ikenberry (2000); Nowacki (2007); Słoński (2012); Szewc-Rogalska (2012); Pieloch (2012a).

**Motyw niedowartościowania**

Decyzja o nabyciu akcji własnych związana jest z przekonaniem zarządu o niedowartościowaniu akcji spółki. Za pomocą programu nabycia akcji własnych spółka przekazuje rynkowi sygnał na temat przyszłych korzystnych prognoz wyników finansowych. Zarządzający spodziewają się pozytywnej reakcji rynku i znaczącego wzrostu cen akcji spółki. Ponadto zmniejszenie liczby akcji na rynku oraz podniesienie wartości pojedynczej akcji obniży ryzyko wrogiego przejęcia, które jest realne w przypadku spółek niedowartościowanych.

**Motyw transferu wartości (alternatywa dywidendy pieniężnej)**

W sytuacji posiadania przejściowej nadwyżki finansowej i wobec braku możliwości realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych spółka wypłaca gotówkę (dokonuje transferu wartości) przez nabycie akcji własnych, traktując program jako alternatywę wobec dywidendy pieniężnej. Dywidenda jest w tym przypadku mniej korzystna, gdyż akcjonariusze oczekują jej powtarzalności w przyszłości. Rezultatem programu jest transfer wartości. W efekcie akcjonariusze, którzy odsprzedają posiadane akcje, zrealizują korzyść w postaci zysku kapitałowego, natomiast ci, którzy je zatrzymają, zyskają ze względu na wzmocnienie swojej pozycji w spółce, w efekcie czego wzrosną ich potencjalne przyszłe korzyści. Istotne jest, że odpowiedź na program nabywania akcji własnych nie jest obligatoryjna dla akcjonariuszy – nie ma obowiązku odsprzedaży posiadanych akcji.

**Motyw zmiany struktury kapitałowej/własnościowej spółki**

Nabycie akcji własnych realizowane jest w celu optymalizacji/zmiany struktury kapitałowej, a w efekcie również w celu uporządkowania struktury akcjonariatu czy wreszcie po to, by zapobiec rozwodnieniu akcji na rynku.

**Motyw redystrybucji akcji**

Akcje nabyte w programie *buyback* zostaną wykorzystane na realizację programów motywacyjnych albo w celu wydania wspólnikom spółki przejmowanej.

**Tabela 1.** Motywy, działania i spodziewane rezultaty nabywania akcji własnych przez spółki

| Motyw | Działanie | Rezultat |
|---|---|---|
| Niedowartościowanie | Nabycie i umorzenie<br>Nabycie i odsprzedaż | • Przekazanie sygnału na rynek na temat niedoszacowania spółki;<br>• Przekazanie sygnału na rynek na temat korzystnych perspektyw spółki;<br>• Obniżenie kapitału zakładowego;<br>• Podniesienie wartości wskaźników rynku kapitałowego, np. wskaźnika *EPS*;<br>• Stabilizacja kursu akcji/wzrost kursu akcji;<br>• Wzrost wartości dla akcjonariuszy. |
| Transfer wartości (alternatywa dywidendy pieniężnej) | Nabycie i umorzenie<br>Nabycie i odsprzedaż | • Transfer nadwyżki gotówki dla akcjonariuszy;<br>• Alternatywa dla dywidendy pieniężnej;<br>• Efektywna alokacja kapitału przez rynek;<br>• Ograniczenie gotówki będącej w dyspozycji zarządu;<br>• Obniżenie kosztów agencji. |
| Zmiana struktury kapitałowej/ własnościowej spółki | Nabycie i umorzenie | • Wzrost wskaźnika zadłużenia;<br>• Wzrost wskaźnika *EPS*;<br>• Zmiana układu sił w akcjonariacie;<br>• Zmniejszenie rozdrobnienia akcjonariatu;<br>• Zmiana rozkładu praw i obowiązków w spółce;<br>• Obniżenie kapitału zakładowego;<br>• Stabilizacja kursu akcji;<br>• Obrona przed wrogim przejęciem. |
| Redystrybucja akcji | Nabycie i przekazanie | • Realizacja programu motywacyjnego;<br>• Wydanie akcji wspólnikom spółki przejmowanej;<br>• Zmiana rozkładu praw i obowiązków w spółce. |

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie Wansley, Lane, Sarkar (1989); Grullon, Ikenberry (2000); Nowacki (2007); Słoński (2012); Szewc-Rogalska (2012); Pieloch (2012a).

## 1.10. Podsumowanie

Głównym celem rozdziału pierwszego była analiza istoty dywidendy, nabywania akcji własnych czy szerzej – polityki wypłat w spółkach giełdowych. Analizy prowadzone w tej części pracy koncentrowały się wokół aspektów prawnych i ekonomicznych decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwach w zakresie podziału zysku netto, wypłaty dywidendy czy nabywania akcji własnych. Stanowią one tło legislacyjno-ekonomiczne dalszych rozważań.

W pierwszej części rozdziału skupiono się na problematyce dywidendy, analizując między innymi prawo do niej w świetle innych praw akcjonariuszy. Zgodnie z artykułem 347 k.s.h., prawo do uczestniczenia w podziale zysku spółki, który został wykazany w jej sprawozdaniu finansowym, jest jednym z podstawowych praw każdego akcjonariusza. Nikt nie może akcjonariusza pozbawić tego prawa. Należy jednak pamiętać, że aby część należnego zysku przypadła akcjonariuszowi, muszą zostać spełnione warunki art. 347 k.s.h. § 1, dotyczące wypracowania zysku przez spółkę, przebadania sprawozdania finansowego spółki przez biegłego rewidenta oraz decyzji walnego zgromadzenia o przeznaczeniu całości lub części zysku na wypłatę dywidendy.

W dalszej części rozdziału pierwszego analizie i klasyfikacji poddano możliwe formy wypłaty dywidend, zwracając uwagę na fakt, iż w praktyce gospodarczej dywidenda pieniężna jest wciąż najczęściej wykorzystywanym rodzajem dywidendy. Dokonano także przeglądu miar wykorzystywanych do oceny polityki dywidend prowadzonej przez spółki giełdowe.

Pojęcie *akcja* stosowane jest w zapisach Kodeksu spółek handlowych dla oznaczenia prawa udziałowego przysługującego akcjonariuszowi (między innymi art. 362 k.s.h.). Nabycie akcji własnych to zatem nabycie od akcjonariusza praw udziałowych przysługujących mu w związku z posiadaniem akcji danej spółki – członkostwem w spółce. Nabycie akcji własnych jest kolejnym narzędziem, obok dywidendy pieniężnej, wykorzystywanym przez spółki do dystrybucji kapitału na rzecz właścicieli. Badania pokazują, że skłonność przedsiębiorstw do realizacji polityki wypłat od 2010 roku wykazuje trend wzrostowy, przy czym jest nieco wyższa w Stanach Zjednoczonych niż w Europie (Kowerski, 2017; Sakinç, 2017). Jednocześnie w USA dominują nabycia akcji własnych, podczas gdy w Europie dywidendy pieniężne.

Rozważania prowadzone w dalszej części rozdziału pierwszego miały na celu analizę krajowych i europejskich regulacji dotyczących nabywania akcji własnych. Należy bowiem zaznaczyć, że na większości rynków Europy jeszcze na początku XXI wieku takie działania nie były możliwe. W Polsce, zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych, funkcjonuje generalny zakaz nabywania akcji własnych

(art. 362 § 1 k.s.h.). Nie dotyczy on jednak pewnych wyjątków, których lista została poszerzona w stosunku do poprzedniego aktu prawnego (Kodeksu handlowego). Najważniejszym przypadkiem, którego zakaz nie dotyczy, jest nabycie akcji w celu zapobieżenia poważnej szkodzie bezpośrednio zagrażającej spółce. Analiza opracowań na temat katalogu wyjątków od zakazu nabywania akcji własnych zwraca uwagę na fakt, iż nie jest on zamknięty z uwagi na brzmienie punktu 9 artykułu 362 § 1 k.s.h.: „nabycia akcji w innych przypadkach przewidzianych w ustawie".

Dialog literaturowy prowadzony w dalszej części niniejszego rozdziału odnosił się do problematyki metod i motywów nabywania akcji własnych. Konkludując, nabycie akcji własnych można traktować jako szczególne narzędzie realizacji polityki wypłat spółek giełdowych, które ma określone zalety i wady. Przy tym zwraca się uwagę na większą elastyczność programów nabywania akcji własnych w stosunku do wypłat dywidendowych. Program nabycia akcji własnych może zostać rozłożony w czasie, zawieszony czy zaniechany. Może nie zostać wdrożony w życie mimo ogłoszenia uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy upoważniającej zarząd do podjęcia działań mających na celu nabywanie akcji własnych, co nie może mieć miejsca w przypadku wypłaty dywidendy.

# 2. Teorie wyjaśniające politykę wypłat na rzecz akcjonariuszy

*The harder we look at the dividend picture,*
*the more it seems like a puzzle,*
*with pieces that just don't fit together.*

Fisher Black (1976)

Teorie opisujące politykę wypłat spółek (*corporate payout policy*) w przeważającej części dotyczą polityki dywidend, jak już bowiem wspomniano, ta forma była w sensie historycznym dominującym sposobem transferu zysków dla akcjonariuszy. W literaturze przedmiotu wykształciły się trzy główne podejścia, w różny sposób traktujące zależność między wartością dywidendy a wartością spółki:

1) teorie nieistotności,
2) teorie prodywidendowe,
3) teorie antydywidendowe.

Jak zauważa Kowerski (2011a, s. 67), problematyka polityki dywidendy, jej wpływu na wartość spółki czy znaczenia dla akcjonariuszy jest zagadnieniem „niejednoznacznym", chociażby z uwagi na fakt istnienia wzajemnie wykluczających się teorii czy hipotez, podejmujących próby wyjaśnienia zjawiska. W 1976 roku Fisher Black opublikował artykuł zatytułowany *The dividend puzzle*, określając dyskusję na temat polityki dywidend mianem „puzzli obszaru finansów", uzasadniając, że wciąż zbyt wiele pytań dotyczących dywidend „pozostaje bez odpowiedzi, albo są one niejednoznaczne, czy wręcz kontrowersyjne" (Kaźmierska-Jóźwiak, 2014, s. 129). Po ponad czterdziestu latach myśl Blacka jest wciąż aktualna, co więcej wraz ze zmianami na rynkach kapitałowych doszły kolejne nierozwiązane problemy. Wobec tego obecnie można mówić już nie tylko o zagadce dywidendowej, ale o zagadce wypłat na rzecz akcjonariuszy.

## 2.1. Teoria nieistotności dywidend

Teoria nieistotności dywidendy (*dividend irrelevance theory*) ma swoje korzenie w teorii Millera-Modiglianiego (1961), zgodnie z którą polityka wypłat dywidendy nie ma wpływu ani na wartość akcji, ani na koszt kapitału spółki. Teoria Millera

i Modiglianiego (MM) obowiązuje przy zachowaniu ścisłego zestawu założeń, który dotyczy:

1) istnienia **doskonałego rynku kapitałowego** (*perfect capital market*), co oznacza, że:
   a) nie istnieją na rynku duzi inwestorzy, którzy mogliby kształtować ceny,
   b) wszyscy uczestnicy rynku mają jednakowy i bezpłatny dostęp do informacji,
   c) nie istnieją koszty transakcji związane z kupnem, sprzedażą i emisją akcji,
   d) nie występują różnice w opodatkowaniu między zyskami zatrzymanymi i wypłaconymi oraz między dywidendami i zyskami kapitałowymi;
2) **racjonalnego zachowania** (*rational behawior*) inwestorów na rynku, co znaczy, że zawsze preferują oni wyższe zyski w stosunku do niższych i jest im obojętne, czy ich bogactwo wzrośnie przez wypłatę gotówki, czy przez zwiększenie wartości rynkowej posiadanych akcji;
3) **doskonałej pewności** (*perfect certainty*), co oznacza pełną świadomość inwestorów dotyczącą tego, jaki będzie program inwestycyjny i zyski firm.

Przy założeniach rynku doskonałego, w warunkach doskonałego przepływu informacji między uczestnikami rynku, gdzie wszyscy mają jednakowy i, co istotne, bezpłatny dostęp do informacji o sytuacji spółek funkcjonujących na rynku, obowiązujących cenach, żaden inwestor nie jest uprzywilejowany, inwestorzy zachowują się zaś w sposób racjonalny, preferując wyższe zyski w stosunku do niższych. Inwestującym swoje środki w akcje spółek jest obojętne, jakiego rodzaju dochód otrzymają – w postaci dywidendy czy dochodów kapitałowych uzyskanych ze sprzedaży akcji. Inwestorów interesuje poziom otrzymanego „zwrotu" – dywidendę wybiorą wówczas, gdy kwota będzie przekraczać poziom zysków kapitałowych ze sprzedaży akcji i odwrotnie (Duraj, 2002, s. 126).

Modigliani i Miller (1961) twierdzą, że w warunkach rynku doskonałego polityka dywidend prowadzona przez spółkę nie ma żadnego wpływu ani na koszt kapitału, ani na wartość akcji. Dla wartości firmy nie ma zatem znaczenia, czy wypłacono dywidendę, czy zatrzymano zyski. Zgodnie z teorią owa wartość określona jest przez potencjał dochodowy firmy i klasę ryzyka (zdolność do generowania dochodów przy wykorzystaniu posiadanych zasobów).

Dla uzasadnienia teorii Modigliani i Miller wykorzystali dowód o charakterze arbitrażowym. Dowodzą oni, że jeżeli firma zatrzymuje cały zysk, nie wypłacając dywidendy, to akcjonariusz może ją sam „wypłacić", sprzedając pewną część posiadanych akcji na rynku. W sytuacji gdyby spółka zdecydowała się wypłacić całość zysku w postaci dywidendy, to inwestor za uzyskane środki może nabyć dodatkowe akcje spółki. Według Modiglianiego i Millera polityka dywidend tak długo nie będzie miała wpływu na wartość spółki, a przez to na wartość dla akcjonariuszy,

jak długo będą oni mogli samodzielnie wybierać strukturę swoich wpływów gotówkowych. Wczesne badania Fishera Blacka i Myrona Scholesa (1974), Mertona Millera (1986) oraz Mertona Millera i Myrona Scholesa (1878; 1982) potwierdzały argumenty teorii nieistotności dywidend.

Zestaw założeń, jakie są konieczne do spełnienia teorii Millera i Modiglianiego, w dużym stopniu upraszcza rzeczywistość (by nie powiedzieć, że czyni ją nierealną). Kwestionowanie założeń rynku doskonałego stało się podstawą krytyki teorii nieistotności dywidend.

Z kolei H. Kent Baker, Gary E. Powell i E. Theodore Veit podkreślają, że w momencie, gdy zrezygnujemy z założeń efektywnego rynku kapitałowego i analizujemy teorię MM w rzeczywistym świecie, jej zastosowanie staje się bardziej dyskusyjne. Niedoskonałości rynku, takie jak zróżnicowane stawki podatkowe, asymetria informacji, konflikty interesów między menedżerami i udziałowcami, koszty transakcji czy nieracjonalne zachowanie inwestorów, mogą sprawić, że decyzja w sprawie dywidendy będzie miała znaczenie (Baker, Powell, Veit, 2002, s. 242).

Wielu badaczy reagowało na konkluzje teorii nieistotności polityki dywidend Modiglianiego i Millera, proponując własne, „konkurencyjne" hipotezy dotyczące tego, dlaczego firmy wypłacają dywidendy i dlaczego inwestorom zależy na nich. Oceniając wkład wniesiony przez naukowców, Black sformułował określenie *dividend puzzle*, mówiąc, że im „głębiej spoglądamy na obraz dywidendy, tym bardziej wydaje się nam, że widzimy puzzle, których elementy do siebie nie pasują" („The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together" – Black, 1976, s. 8).

Kilka lat później Martin Feldstein i Jerry Green powtórzyli nastroje Blacka, stwierdzając, że polityka wypłacania dywidend jest „podstawową zagadką ekonomii i finansów przedsiębiorstwa" („The nearly universal policy of paying substantial dividends is the primary puzzle in the economics of corporate finance" – Feldstein, Green, 1983, s. 17). Baker, Powell i Veit (2002, s. 242) – na podstawie obserwacji rozwijanych teorii oraz prowadzonych analiz, zarówno teoretycznych, jak i empirycznych – sugerują, że rozwiązanie zagadki polityki dywidend nie jest ani proste, ani oczywiste („solving the dividend puzzle has been neither simple nor obvious"), stwierdzają przy tym, że dywidendy pozostają jedną z najtrudniejszych zagadek finansów przedsiębiorstw („dividends remain one of the thorniest puzzles in corporate finance").

Damodaran, mimo krytyki teorii MM, zauważa cenną informację z niej płynącą, która mówi, że „zaoferowanie wyższej dywidendy nie powiększa wartości firmy, jeśli inwestuje ona w złe projekty" (Damodaran, 2017, s. 1028). Dalej konkluduje, iż firma realizująca dobre projekty powiększa swoją wartość, nawet jeżeli nie wypłaca akcjonariuszom dywidendy.

## 2.2. Teoria prodywidendowa

Ścisły zestaw założeń rynku doskonałego stał się podstawą do polemiki i krytyki teorii MM. Krytycy twierdzeń Modiglianiego i Millera podkreślali, że inwestorzy mogą preferować pewną płatność dywidendową (pewną, ponieważ wypłaconą dzisiaj), niż niepewne (bo przyszłe) zyski kapitałowe. Lintner (1962) i Myron J. Gordon (1963) nie zgadzali się z głównym wnioskiem płynącym z teorii MM, według którego polityka wypłaty dywidendy nie ma wpływu zarówno na cenę akcji, jak i na wymaganą stopę zwrotu z inwestycji w te akcje. Cytowani autorzy wskazywali, że koszt zatrzymanych zysków wzrasta wraz z obniżaniem wskaźnika wydatków dywidendowych, ponieważ inwestorzy są mniej pewni otrzymania zysków kapitałowych w przyszłości niż korzyści dywidendowych. Z drugiej strony wraz ze wzrostem wskaźnika wypłaty dywidendy maleje wymagana stopa zwrotu, ponieważ inwestorzy mają mniej pewności co do otrzymania przyszłych zysków kapitałowych, które powinny zostać wypracowane dzięki zatrzymanym zyskom (niewypłaconym w postaci dywidendy).

Gordon (1963) podkreśla, że to dywidenda zwiększa bogactwo akcjonariuszy, ponieważ jest pewną korzyścią, natomiast gotówka zatrzymana w przedsiębiorstwie daje niepewne przyszłe przepływy pieniężne. Wobec tego inwestorzy wybiorą gotówkę wypłaconą teraz zamiast nadziei na korzyści ze realizowanej przez firmę inwestycji. Takie rozumowanie jest oczywiście właściwe tak długo, jak firma inwestuje środki w projekty inwestycyjne o neutralnej wartości (DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2009, s. 110).

Lintner (1962) wskazuje na istotną kwestię dotyczącą kapitału własnego, dociekа, czy wartość akcji spółki niezadłużonej jest jedynie funkcją przychodów (zysków) spółki, niezależną od polityki dywidendy. Określa on mianem *pure earnings* grupę naukowców, którzy zakładają poprawność tej propozycji jako punkt wyjścia do ich dalszych analiz. Do tej grupy zalicza Ezrę Solomona (1955), Davida Duranda (1956), Harry'ego V. Robertsa (1957), J. Freda Westona (1961), a w szczególności Modiglianiego i Millera (1958).

Lintner (1956) przeprowadził szczegółowe wywiady z zarządami 28 celowo wybranych spółek, dla których zebrał dane finansowe za lata 1947–1953. Z badania wynika, że:

1) akcjonariusze są zainteresowani nie tyle poziomem dywidendy, ile rozsądną, stabilną stopą wypłaty dywidendy,
2) wobec czego zarządzający zarówno niechętnie dokonują podwyższenia stóp wypłat, które miałyby być w przyszłości obniżane, jak i niechętnie obniżają stopy dywidendy, w efekcie spółki stosują długoterminowe docelowe wskaźniki wypłaty dywidendy,
3) zarządy bardziej skupiają się na zmianach dywidendy niż na jej bezwzględnej wartości.

Ponadto menedżerowie określają długoterminowe współczynniki wypłat przy ustalaniu polityki dywidendy, a dywidendy są „wygładzane" z roku na rok. Kowerski (2013c, s. 338) zwraca uwagę na tak zwaną lepkość dywidendy, co powoduje, że zarządy zmieniają w danym roku dywidendy, tylko częściowo uwzględniając zmiany uzyskanych wyników finansowych. Tak opisana polityka, określana mianem *partial adjustments* – „częściowych dopasowań" (Kowerski, 2013, s. 338), prowadzi do stabilizacji wypłat dywidend i w efekcie minimalizuje niekorzystne reakcje akcjonariuszy (Lintner, 1956).

Na początku XXI wieku zespół w składzie Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey i Roni Michaely przeprowadził pogłębione wywiady z dyrektorami finansowymi amerykańskich spółek, aby ocenić, w jaki sposób polityka wypłat firm jest określana prawie 50 lat po badaniu Lintnera. Podkreślano przy tym, że od lat pięćdziesiątych XX wieku świat doświadczył wielkich zmian, a polityka dotycząca dywidend nie jest wśród nich wyjątkiem (Brav i inni, 2005, s. 1). Biorąc pod uwagę charakter zmian i rozwój w tej dziedzinie, badacze rozszerzyli analizę poza temat główny – dywidendę – i objęli nią również nabycia akcji własnych. Główne wnioski z badania są następujące: menedżerowie bardzo niechętnie obniżają wysokość wypłacanej dywidendy; obserwuje się proces wygładzania dywidend w czasie; wzrost wartości dywidend wiąże się z długofalowymi zrównoważonymi zyskami, ale w znacznie mniejszym stopniu niż w przeszłości; zamiast zwiększania dywidend wiele firm nabywa akcje własne. Nabywanie akcji jest postrzegane przez menedżerów jako narzędzie bardziej elastyczne niż wypłaty dywidend, wobec czego pozwalające zoptymalizować program inwestycyjny firmy. Główny motyw nabywania akcji własnych związany jest z niedowartościowaniem spółki na giełdzie i staraniami zarządu dotyczącymi wpłynięcia na wzrost wskaźnika *EPS*.

Lintner (1956, s. 107–109), na podstawie wyników badań nad dominującymi wzorcami podejmowania decyzji w odniesieniu do dywidend (i w konsekwencji zatrzymanych zysków), opracował model wypłat dywidend, który zakłada istnienie związku między poziomem wypłacanych przez spółkę dywidend a poziomem wypracowanego zysku netto. Uznając, że większość decyzji dotyczących dywidend można wyjaśnić na podstawie następującego równania:

$$D_{it} - D_{i(t-1)} = \Delta D_{it} = \alpha_i + c_i \left( D_{it}^{*} - D_{i(t-1)} \right) + u_{it}, \tag{2.1}$$

gdzie:

$$D_{it}^{*} = r_i * P_{it}, \tag{2.2}$$

$r_i$ – docelowy wskaźnik wypłaty dywidendy (*target payout ratio*),
$P_t$ – obecny roczny zysk po opodatkowaniu,
$\Delta D_t$ – różnica w płatności dywidend w roku bazowym i roku poprzednim,
$D_t$, $D_{t-1}$ – kwoty dywidend wypłacone w latach określonych przez indeksy,
$i$ – odnosi się do spółki $i$,
$D^*_{it}$ – dywidenda, którą spółka wypłaciłaby w bieżącym roku, gdyby bazowała na stałym wskaźniku $r_i$ zastosowanym do bieżącego zysku.

Parametr $c_i$ wskazuje różnicę między „docelową" dywidendą $D^*_{it}$ a faktyczną płatnością dokonaną w poprzednim roku $D_{i(t-1)}$, którą spółka zamierza odzwierciedlić w bieżącej dywidendzie jako wzrost (lub spadek) w stosunku do płatności z poprzedniego roku.

Wartość α będzie wynosić zero dla niektórych firm, ale generalnie będzie wartością dodatnią odzwierciedlającą większą niechęć do obniżania niż do zwiększania dywidend, co było zaobserwowane w około jednej trzeciej firm zbadanych przez Lintnera (1956, s. 107).

Równanie (2.1) może zostać przekształcone do postaci (2.3):

$$D_{it} - D_{i(t-1)} = \alpha_i + c_i\left(r_i P_{it} - D_{i(t-1)}\right) + u_{it}.$$

$$D_{it} = D_{i(t-1)} + \alpha_i + c_i r_i P_{it} - c_i D_{i(t-1)} + u_{it}. \qquad (2.3.)$$

$$D_{it} = \alpha_i + c_i r_i P_{it} + (1 - c_i) D_{i(t-1)} + u_{it}.$$

Przyjmując, że $c_i r_i = \beta_i$ oraz $(1 - c_i) = \gamma_i$:

$$D_{it} = \alpha_i + \beta_i P_{it} + \gamma_i D_{i(t-1)} + u_{it}. \qquad (2.4.)$$

Na podstawie zachowań 85% przebadanych spółek Lintner potwierdził stosowanie polityki dywidend powyższym modelem.

Model Lintnera był wielokrotnie weryfikowany przez innych autorów, jednak w większości w obszarze decyzji dywidendowych, a nie kompleksowej polityki wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy (np. Brittain, 1964; Fama, Babiak, 1968; Benartzi, Michaely, Thaler, 1997; Aivazian, Booth, Cleary, 2006; Leary, Michaely, 2011, a na rynku polskim Kowerski, 2011a; 2013c; Gostkowska-Drzewicka, Majerowska, 2016). Do badań uwzględniających kontekst nabywania akcji własnych należy praca Grullona i Michaely'ego (2002), którzy szacują tradycyjny model Lintnera oparty na dywidendach, natomiast uzyskane błędy (różnica między rzeczywistymi a przewidywanymi dywidendami) analizują w odniesieniu do wolumenu programów nabywania akcji własnych. Według wiedzy autorki, badania Skinnera

(2008) oraz Christiana Andresa i innych (2015) są jedynymi uwzględniającymi w estymacjach modelu Lintnera obie formy wypłat na rzecz akcjonariuszy – zarówno dywidendy, jak i nabycia akcji własnych. Badania zostały przeprowadzone odpowiednio na rynku amerykańskim oraz niemieckim. Znaczącą rolę do podejścia prodywidendowego wniósł Gordon, który badał wpływ wypłacanych dywidend na wartość spółki. W artykule z 1959 roku przedstawił wyniki testowania trzech hipotez odnoszących się do oczekiwań inwestorów nabywających akcje spółek (Gordon, 1959, s. 99):

1) hipotezy dywidend i zysków (*the dividends and earnings hypothesis*), zgodnie z którą inwestor, nabywając akcje spółki, płaci za dywidendy i zyski,
2) hipotezy dywidend (*the dividend hypothesis*), według której inwestor, nabywając akcje spółki, płaci za dywidendy,
3) hipotezy zysków (*the earnings hypothesis*), w myśl której inwestor, nabywając akcje spółki, płaci za zyski.

Badanie przeprowadzono na grupie 164 spółek należących do czterech sektorów: chemicznego (32 podmioty), spożywczego (52), metalowego (34) oraz maszynowego (46). Dane pozyskano za lata 1951 oraz 1954.

Hipotezę dywidend i zysków, próbując wyjaśnić zmienność cen na rynku, przy założeniu, że inwestor jest zainteresowany zarówno dywidendami, jak i zyskami, Gordon testował za pomocą następującego modelu:

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 D + \alpha_2 Y \,, \tag{2.5.}$$

gdzie:
$P$ – cena na koniec roku,
$D$ – roczna dywidenda,
$Y$ – roczny zysk.

Bazując na opisanych danych, Gordon nie uzyskał potwierdzenia pierwszej hipotezy – nie udało się ustalić logicznej struktury cen akcji zwykłych według modelu (2.5).

Gordon (1959, s. 101) przekonuje, że hipoteza dywidend, wydaje się intuicyjnie wiarygodna, ponieważ dywidenda jest strumieniem płatności, które inwestor spodziewa się otrzymać. Przy implementacji hipotezy badacz ten uznał, że akcjonariusz jest zainteresowany nie tylko bieżącą wartością dywidendy, ale całym strumieniem dywidend, jakich może się spodziewać w przyszłości.

Benjamin Graham i David L. Dodd (1951), uważani za największych orędowników powyższego stwierdzenia, wskazują wręcz, że inwestorzy wpłyną na wzrost

ceny akcji spółek płacących hojne dywidendy. Spółka może zatem podnieść wartość akcji, zwiększając wskaźnik wypłaty dywidend. Przy założeniu stałego tempa wzrostu spółek, a więc i stałego tempa wzrostu wypłacanych dywidend, strumień przyszłych dywidend można opisać za pomocą wysokości bieżącej dywidendy i stopy wzrostu dywidendy. Na podstawie przyjętych założeń oraz przeprowadzonych badań Gordon zaproponował model opisujący wartość rynkową akcji przez wysokość wypłaconej dywidendy i stopy jej wzrostu, który rozwinął wraz z Eliem Shapiro (Gordon, Shapiro, 1956). Model ten znany jest w praktyce jako **model Gordona**, **model Gordona-Shapiro** czy **model stałego wzrostu dywidendy** (Sierpińska, 1999, s. 133):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t}, \tag{2.6.}$$

gdzie:
$P_0$ – bieżąca wartość akcji,
$D_t$ – dywidenda oczekiwana w okresie $t$,
$k$ – wymagana stopa zwrotu.

Zastosowanie modelu w praktyce wymaga przyjęcia nieskończonej liczby dywidend, co jest teoretycznie możliwe do uzyskania w przypadku, gdy inwestor nie będzie sprzedawał posiadanych akcji. Wówczas jedyne korzyści, jakie będzie uzyskiwał z posiadanych akcji, będą pochodziły z płatności dywidendowych. Model opisujący wartość bieżącą akcji będzie miał zatem postać:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}. \tag{2.7}$$

Jeżeli założymy przy tym, że dywidenda będzie wzrastać o stałą stopę $g$, bieżąca wartość akcji wyniesie:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \ldots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n}$$
$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t} \tag{2.8.}$$

Ostatecznie równanie przyjmuje postać:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}. \tag{2.9.}$$

Powyższy model ma również zastosowanie w przypadku zerowego wzrostu dywidendy czy zmiennego wzrostu dywidendy (model dwufazowy, model trzyfazowy) (Brigham, Houston, 2015, s. 371–375).

Zgodnie z modelem Gordona-Shapiro wartość spółki będzie tym wyższa, im wyższa będzie dywidenda wypłacona w okresie bazowym i im wyższe będzie tempo wzrostu dywidendy w przyszłości.

Modigliani i Miller nie przyjmowali argumentacji przedstawicieli szkoły prodywidendowej, utrzymując, że wymagana stopa zwrotu pozostaje niezależna od polityki dywidend, inwestorzy nie mają bowiem preferencji w sprawie wyboru między dywidendą a zyskiem kapitałowym. Argument wskazywany przez Lintnera i Gordona nazywali „błędem wróbla w garści" czy „ułudą wróbla w garści" (*bird in the hand fallacy*). Stąd też pochodzi nazwa teorii „wróbla w garści".

Damodaran (2017, s. 1036), podejmując polemikę z teorią czy – według jego określenia – syndromem „wróbla w garści", zwraca uwagę, że niektórzy inwestorzy preferują dywidendę, a nie wzrost akcji, gdyż uznają ją za pewny zysk, wzrost ceny akcji utożsamiają zaś z niepewnością. Damodaran uważa takie rozumowanie za błędne, jego zdaniem w istocie nie chodzi bowiem o wybór między pewną dywidendą wypłaconą dzisiaj a niepewnymi zyskami kapitałowymi w nieokreślonej przyszłości, ale między dywidendą dziś i niemal ekwiwalentnym wzrostem ceny akcji także dziś.

## 2.3. Podejście antydywidendowe

Tezy Modiglianiego i Millera były słuszne jedynie w określonym przez nich modelu gospodarki. Jednak rzeczywistość gospodarcza okazała się bardziej skomplikowana (Sierpińska, 1999, s. 145). Na gruncie krytyki teorii nieistotności dywidend MM, a ściślej mówiąc na gruncie krytyki założeń dotyczących teorii, ukształtowały się poglądy grupy antydywidendowej (radykalnej) i w efekcie powstała tak zwana teoria preferencji podatkowych (*tax preferences theory*, *tax differential theory*). Zwolennicy tego podejścia uważali, że czynnikiem najbardziej oddalającym teorię MM od rzeczywistości był założony przez nich system podatkowy, jednakowo traktujący dywidendy i dochody kapitałowe (Duraj, 2002, s. 134). W rzeczywistości

system podatkowy w Stanach Zjednoczonych był zróżnicowany i preferował dochody kapitałowe ze sprzedaży akcji, czyli konsumpcję odłożoną w czasie, w stosunku do konsumpcji bieżącej – dochodów z dywidend (Sierpińska, 1999, s. 145). Taki system podatkowy istniał w USA do lat osiemdziesiątych XX wieku (Feldstein, Green, 1983, s. 17), co prawdopodobnie przyczyniło się do powstania szkoły antydywidendowej (Sierpińska, 1999, s. 145).

Za twórców teorii preferencji podatkowych uważa się Litzenbergera i Ramaswamy'ego (1979), których zdaniem w warunkach wyższego opodatkowania dywidend w stosunku do dochodów kapitałowych inwestorzy nie będą zainteresowani wypłacaniem przez spółki dywidend. Spółki powinny zatem rozważyć zatrzymanie wypracowanego zysku, realizację programów nabywania akcji własnych lub wypłatę dywidendy w postaci dodatkowych akcji (Kowerski, 2011a, s. 94).

Zwolennicy zatrzymania gotówki w firmie podkreślali, że oprócz różnych stawek podatkowych, najczęściej niższych dla dochodów kapitałowych niż dla dywidend, istotne są także różnice w okresie powstania zobowiązania podatkowego. Wyznawcy teorii preferencji podatkowych twierdzili, że dla akcjonariuszy korzystniejsze jest posiadanie akcji spółek reinwestujących wypracowane zyski netto, ponieważ tak wykorzystany zysk netto może przyczynić się do rozwoju przedsiębiorstwa w przyszłości, a w rezultacie do wzrostu wartości i wyceny przedsiębiorstwa.

Ponadto wskazywano, że przedsiębiorstwa, które wypłacają dywidendy, często wykazują niedobór gotówki, wobec czego muszą pozyskać kapitał, na przykład przez emisję akcji. Skutkuje to zmniejszeniem wartości dla akcjonariuszy, zostają oni bowiem obciążeni nie tylko podatkiem dochodowym od dywidend, ale także kosztami emisji nowych akcji. Co więcej, wzrost liczby akcji oznacza wzrost liczby akcjonariuszy i konieczność dzielenia się zyskiem z nową grupą inwestorów. Rynek odbiera te zmiany jako niekorzystne dla akcjonariuszy i reaguje spadkiem wartości spółki (Sierpińska, 1999, s. 145). Taki rodzaj argumentacji doprowadził do wniosku, że tak długo jak system podatkowy będzie faworyzował przychody ze sprzedaży akcji w stosunku do dywidend, inwestorzy będą preferowali dochody kapitałowe, wykazując awersję do otrzymywania dywidend (Sierpińska, 1999, s. 145).

Michael J. Brennan (1970), prowadząc badania nad polityką dywidend, wykorzystał model Modiglianiego i Millera, wprowadzając do niego system podatkowy korzystniej traktujący dochody kapitałowe. Na podstawie badań zaproponował własną wersję modelu wyceny aktywów kapitałowych z dodatkową premią opartą na stopie dywidendy. Jego model zakłada, że w przypadku akcji z wysoką stopą dywidendy inwestorzy oczekują wyższej stopy zwrotu skorygowanej o omawianą stopę dywidendy dla zrekompensowania straty z tytułu podatku. Wyniki badań Brennana weryfikujące model nie są jednak jednoznaczne. Black i Scholes (1974) nie znajdują żadnego potwierdzenia dla takiego efektu podatkowego. Z kolei Litzenberger

i Ramaswamy (1979) oraz Avner Kalay i Roni Michaely (1993) potwierdzają, że stopy zwrotu przed opodatkowaniem są powiązane ze stopą dywidendy.

Powyższe rozważania miały zastosowanie do rynków, na których istniał system podatkowy różnicujący, a w zasadzie faworyzujący dochody kapitałowe w stosunku do dywidend. Jednak zwolennicy teorii antydywidendowej odpierali taką uwagę, twierdząc, że nawet przy jednakowej stopie podatku istnieją różnice, jeżeli chodzi o czas powstania zobowiązania podatkowego. Inwestor, który otrzymuje dywidendę, ponosi ciężar podatku natychmiast, w przypadku dochodu kapitałowego zobowiązanie podatkowe powstaje dopiero w momencie sprzedaży akcji. Czas powstania zobowiązania podatkowego w pewnym stopniu zależy zatem od inwestora.

Jak podkreśla Horbaczewska (2012, s. 79), nawet jeśli nominalna stopa podatkowa jest taka sama dla dywidend i dochodów kapitałowych, to stopa efektywna już nie. Podatek od dochodów kapitałowych inwestor zapłaci tylko wówczas, gdy ze wszystkich transakcji dokonanych w trakcie roku osiągnie zysk kapitałowy. Strata kapitałowa z danego roku podatkowego może być odliczona od dochodów kapitałowych osiągniętych w przyszłych okresach (Horbaczewska, 2012, s. 79). Podatek od dywidendy płacony jest ryczałtem od kwoty brutto i odprowadzany w dniu wypłaty dywidendy. Nie ma tu możliwości odliczenia kosztów poniesionych na ich uzyskanie.

Reforma systemu podatkowego w Stanach Zjednoczonych z 1986 roku częściowo wyeliminowała argumenty zwolenników teorii antydywidendowej. Jak zauważa Andrzej Komar (1987), ustawa o reformie podatkowej z 22 października 1986 roku stanowi zasadniczą zmianę federalnego prawa podatkowego obowiązującego od czasów II wojny światowej, a niektórych przepisów tego kodeksu (*Internal Revenue Code*) aż od roku 1921. Ponadto, biorąc pod uwagę znaczenie gospodarki amerykańskiej na świecie, reforma podatkowa miała duży wpływ na inne kraje – zwłaszcza w obszarze opodatkowania transferu kapitału. Istotne było złagodzenie wysokości opodatkowania przez ograniczenie liczby stawek podatkowych (w poprzednim systemie stosowano aż 15 różnych stawek podatkowych) i obniżenie stawki najwyższej z 50% do 28% (Komar, 1987, s. 56).

Kolejna reforma podatkowa miała miejsce w 2003 roku. Podpisany przez prezydenta Georga W. Busha 28 maja 2003 roku The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003 (JGTRRA) (Schreiber Jr, Stroik, 2005) istotnie zmienił stawki opodatkowania inwestorów indywidualnych. Podatek od dochodów kapitałowych zmniejszono z 20% do 15% lub nawet do 5% w zależności od dochodów podatnika, takie same piętnasto- lub pięcioprocentowe stopy podatkowe zostały zastosowane w przypadku dywidend.

Zgodnie z teorią preferencji podatkowych ta obniżka podatku powinna skutkować wyższymi strumieniami płatności dywidendowych ze względu na likwidację preferencji podatkowych dochodów kapitałowych. Pewne publikacje potwierdzają

taki trend, na przykład Raj Chetty i Emmanuel Saez (2005) wskazują, że obniżka podatku z maja 2003 roku doprowadziła do zwiększenia liczby inicjowanych dywidend, odwracając wskaźnik dotyczący redukcji odsetka firm publicznych wypłacających dywidendy, który został udokumentowany przez Famę i Frencha (2001). Także Brandon Julio i David L. Ikenberry (2004) twierdzą, że obniżka podatku przyczyniła się do wzrostu odsetka firm płacących dywidendy. James Poterba (2004) zauważa ponadto, że obniżając obciążenie podatkowe przyszłych dywidend, JGTRRA powinna również skutkować wzrostem cen akcji. Inne badania pokazują, że obniżenie podatków doprowadziło do wzrostu zainteresowania dywidendami specjalnymi (Blouin, Raedy, Shackelford, 2004), a także do zwiększenia wypłat dywidendy wśród tych firm, które już wypłacały dywidendy (Chetty, Saez, 2005). Brav i inni (2008, s. 611) zauważają jednakże, że dochody kapitałowe są wciąż podatkowo preferowane z uwagi na opisane wcześniej terminy powstawania zobowiązań podatkowych.

Na podstawie przeprowadzonych badań, mających na celu ocenę wpływu obniżki podatku od dywidend z maja 2003 roku na politykę dywidend firm, Brav i inni (2008) zauważyli wzrost występowania dywidend inicjalnych, który jednak nie miał charakteru długotrwałego. Po drugie, zaobserwowali wzrost płatności dywidendowych mający miejsce zaraz po zmianie systemu podatkowego, jednocześnie w tym samym okresie odnotowano większy i bardziej wyraźny wzrost zainteresowania programami nabywania akcji własnych. Ponadto przeprowadzono wywiady z 328 dyrektorami finansowymi amerykańskich spółek, aby ocenić efekty obniżki podatku z maja 2003 roku. Wyniki badania wskazują, że obniżka podatków doprowadziła do inicjacji i podwyżek dywidend w niektórych firmach, jednak kadra zarządzająca wyraziła pogląd, iż wśród czynników wpływających na politykę dywidend obniżenie stawki podatku jest mniej ważne niż stabilność przyszłych przepływów pieniężnych, posiadanie przez spółkę środków pieniężnych czy historyczny poziom dywidend. Konkludując, Brav i inni (2008) stwierdzili, że obniżka podatku od dywidend miała jedynie drugorzędne znaczenie dla decyzji w obszarze polityki wypłat.

Ciekawe badanie, analizujące politykę dywidend spółek giełdowych z 24 krajów członkowskich OECD (łącznie 9806 firm, 44 194 obserwacji z lat 2000–2007), funkcjonujących w ramach różnych systemów opodatkowania dywidend, przeprowadzili Mohammed Alzahrani i Meziane Lasfer (2009). Autorzy dokonali klasyfikacji krajów w próbie do trzech systemów podatkowych: (1) klasycznego systemu, w którym stosuje się podwójne opodatkowanie (niezależnie zysk spółki i dochody indywidualne akcjonariuszy), (2) systemu częściowej imputacji lub (3) systemu pełnej imputacji, w których stosuje się ulgi w podatku dochodowym od osób fizycznych otrzymujących dywidendy, uwzględniające fakt, że ten sam dochód już

raz został opodatkowany na poziomie korporacyjnym (Alzahrani, Lasfer, 2009, s. 2 i nast.; Kowerski, 2010, s. 411–412). Wyniki badania wykazały, że firmy funkcjonujące w klasycznym systemie opodatkowania dywidend charakteryzują się niższymi stopami wypłat dywidend niż firmy z krajów stosujących system częściowej imputacji. Najwyższe stopy wypłaty dywidend odnotowano w przypadku firm działających w krajach cechujących się systemem pełnej imputacji. Alzahrani i Lasfer (2009) wskazują także na relacje między opodatkowaniem dywidend a opodatkowaniem zysków kapitałowych w każdym z trzech analizowanych systemów opodatkowania dywidend.

Tabela 2 przedstawia stawki podatku dochodowego od dywidend, dochodów kapitałowych oraz stawkę podatku dochodowego od osób prawnych obowiązujących w Polsce w latach 1992–2017.

**Tabela 2.** System podatkowy obowiązujący w Polsce w latach 1992–2017 (w odniesieniu do dywidend, zysków kapitałowych, osób prawnych)

| | Stawka podatku od dywidend (%) | Stawka podatku od dochodów kapitałowych (%) | Stawka podatku dochodowego od osób prawnych (%) |
|---|---|---|---|
| 1992–1996 | 20 | 0 | 40 |
| 1997 | 20 | 0 | 38 |
| 1998 | 20 | 0 | 36 |
| 1999 | 20 | 0 | 34 |
| 2000 | 20 | 0 | 30 |
| 2001–2002 | 20 | 0 | 28 |
| 2003 | 15 | 0 | 27 |
| Od 2004 | 19 | 19 | 19* |

* Od 1 stycznia 2017 roku do dochodów małych podatników oraz podatników rozpoczynających działalność w roku rozpoczęcia działalności zastosowanie ma stawka 15% (art. 19 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych został znowelizowany na podstawie ustawy z 5 września 2016 r.) (por. Litwińczuk, 2017, s. 100 i nast.).

**Źródło:** opracowanie własne.

Analizując system podatkowy obowiązujący w Polsce (klasyczny system podwójnego opodatkowania dywidend), należy zauważyć, że obecnie obejmuje on jednakową stawką podatku zarówno dochody z dywidend, jak i dochody kapitałowe, niemniej jednak termin powstania zobowiązania podatkowego jest różny. Należy również podkreślić, że przez wiele lat dochody kapitałowe nie były w Polsce opodatkowane w ogóle, podczas gdy od dochodów z dywidend pobierano na rzecz państwa 20% podatku. W 2003 roku stawkę podatku od dywidend zmniejszono z 20% do 15%, jedocześnie przy wciąż zerowej stawce podatku od dochodów

kapitałowych. W 2004 roku wprowadzono dziewiętnastoprocentowy zryczałtowany podatek od dochodów kapitałowych (tzw. podatek Belki), który jest regulowany przepisami artykułów 30a i 30b Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754 z późn. zm.) i jednocześnie podniesiono stawkę podatku od dywidend do tej samej wysokości, tj. do poziomu 19%.

Badanie analizujące wpływ opodatkowania na politykę dywidend spółek giełdowych na rynku polskim przeprowadził Kowerski (2010). Analizą objęto spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 1992–2009. Wyniki badania wykazały, że zmiany opodatkowania dywidend w Polsce, mające miejsce w latach 1992–2009, miały pozytywny i istotny wpływ na wzrost wartości stóp wypłat dywidend. Jak zauważa badacz, mimo właściwego dla systemów klasycznych podwójnego opodatkowania dywidend, poprawie uległ współczynnik preferencji opodatkowania dla dywidend wyliczony według formuły zaproponowanej przez Alzahraniego i Lasfera (2009), zmniejszyło się też całkowite opodatkowanie dywidend.

## 2.4. Polityka wypłat w świetle teorii agencji

Teoria agencji jest niejako rozwinięciem teorii kontraktualnej, której podstawą jest z kolei teoria kosztów transakcyjnych Ronalda Coase (Kubiak, 2013, s. 22), traktująca przedsiębiorstwo jako „splot kontraktów". Podejście kontraktualne wprowadza do koncepcji kosztów transakcyjnych nowy element – niepewność, która powstaje podczas zawierania kontraktów przez partnerów wykazujących zachowania oportunistyczne. Aby minimalizować niepewność, konieczne jest monitorowanie kontraktów, co z kolei generuje koszty (Gruszecki, 2002, s. 216–217). Rozwinięciem teorii kosztów transakcyjnych oraz podejścia kontraktualnego jest teoria agencji, zajmująca się kontraktami, w których występuje strona zlecająca działanie we własnym interesie (pryncypał) oraz strona wykonująca kontrakt (agent) (Kubiak, 2013, s. 22).

Teoria agencji, sformułowana przez Michaela C. Jensena i Williama H. Mecklinga, a następnie rozwijana przez tych samych autorów (Jensen, 1986, s. 323–324; Jensen, Meckling, 1976, s. 305–360), odnosi się do dużych spółek akcyjnych zarządzanych przez wykwalifikowanych menedżerów, których pozycja staje się znacząca przez fakt, że zajmują się oni na bieżąco działalnością przedsiębiorstwa. Dotyczy ona przede wszystkim struktury własnościowej i organizacyjnej przedsiębiorstwa oraz konsekwencji z nich wynikających. Rozproszenie własności powoduje, że nie zawsze istnieje możliwość efektywnej kontroli nad kadrą zarządzającą spółek.

Jensen i Meckling (1976) zauważyli, że akcjonariusze i menedżerowie mogą dążyć do maksymalizacji własnej użyteczności. Akcjonariusze oczekują maksymalizacji

wartości kapitału zainwestowanego w spółkę, menedżerowie chcą maksymalizacji własnych korzyści – utrzymania stanowisk, większego uposażenia, większej władzy (Kaźmierska-Jóźwiak, 2017b). Jak podkreśla Horbaczewska (2012, s. 24 i nast.), w pewnym zakresie (np. przy uzależnieniu wynagrodzeń zarządu od wzrostu wartości dla akcjonariuszy) cele tych dwóch grup nie muszą być sprzeczne, jednak zwykle jednoczesna maksymalizacja ich interesów jest niemożliwa.

Jan Jeżak (2010, s. 147) zauważa, że teoria agencji to dominujący nurt rozważań w literaturze na temat ładu wewnątrzkorporacyjnego, a jej popularność bierze się głównie z prostoty założeń teorii, która „redukuje problemy dużych spółek do dwóch «nieufnych» wobec siebie stron, które mają odmienne cele i oczekiwania". Teoria opiera się na założeniu asymetrii informacji między inwestorami wewnętrznymi a zewnętrznymi. Kubiak (2013, s. 77) podkreśla duże znaczenie asymetrii informacji dla tłumaczenia zachowań w zakresie kształtowania struktury kapitału. Asymetria informacji ma również znaczący wpływ na decyzje w obszarze polityki dywidend.

Kubiak podaje za Kathleen M. Eisenhardt (1989), że „teoria agencji koncentruje się na rozwiązaniu dwóch problemów: konfliktu celów pryncypała i agenta oraz trudności wersyfikacji działań agenta przez pryncypała i kosztów tej weryfikacji" (Kubiak, 2013, s. 77). Oczywiście należy podkreślić, że natężenie konfliktu będzie różne w różnych spółkach, w głównej mierze zależy bowiem od struktury własnościowej przedsiębiorstwa. Im bardziej skoncentrowany akcjonariat, tym mniejsze niebezpieczeństwo konfliktu interesów między właścicielami a menedżerami (Jeżak, 2010, s. 147). Jednak ryzyko rozbieżności interesów istnieje zawsze, gdy firmą zarządzają wynajęci menedżerowie, którzy mogą – wbrew temu, do czego zostali „zakontraktowani" – realizować własne partykularne cele. Konflikt interesów tych grup jest szczególnie dotkliwy, gdy przedsiębiorstwo generuje znaczne ilości wolnych przepływów pieniężnych. Nadmiar gotówki rodzi pytanie o jej wykorzystanie, istnieje bowiem niebezpieczeństwo, iż zarząd zainwestuje ją nieefektywnie, co zrodzi konflikt między właścicielami a zarządzającymi (Kowerski, 2011a, s. 79).

Przyczynami sprzeczności interesów między pryncypałami (właścicielami) a agentami (zarządzającymi) może być wiele czynników. Do jednych z najważniejszych zalicza się fakt, iż zarządzający mają skłonność do zwiększania rozmiarów spółki ponad wielkość optymalną (Jensen, 1986, s. 323). Wzrost firmy pomnaża bowiem ilość zasobów pozostających pod kontrolą agentów, co w efekcie przekłada się na wzrost wynagrodzenia (Murphy, 1985, za Jensen, 1986), pozycji czy władzy.

Easterbrook (1984) wskazuje, że źródłem owej sprzeczności interesów, a zatem przyczyną kosztów agencji, jest awersja ze strony menedżerów do podejmowania ryzyka. Wynika to z chęci ograniczenia niebezpieczeństwa bankructwa, co wiązałoby się z utratą przez nich stanowisk. Menedżerowie unikający ryzyka mogą

wybierać projekty, które są bezpieczne, charakteryzują się niższą dźwignią finansową, ale mają niższą oczekiwaną stopę zwrotu niż bardziej ryzykowne przedsięwzięcia. Akcjonariusze mają z reguły przeciwne preferencje. Ponadto Kowerski (2011a, s. 78) dodaje, iż zarządy preferują inwestycje krótkookresowe zamiast bardziej rentownych, długookresowych – aby szybciej były widoczne efekty ich działań.

Rozeff (1982), Easterbrook (1984) czy Jensen (1986) jako jedni z pierwszych dostrzegli duże znaczenie polityki wypłat dla minimalizowania konfliktów i kosztów agencyjnych. Rozeff (1982, s. 249–259) uważa, iż wobec problemów związanych z odmiennością celów właścicieli i zarządzających wypłata dywidendy może spełniać funkcję kontrolną, a odpowiednio prowadzona polityka dywidend staje się instrumentem monitoringu funkcjonowania przedsiębiorstwa. Easterbrook (1984, s. 650–659) sugeruje, że konflikt interesów istniejący w firmie może kształtować politykę wypłat dywidend. Jensen (1986, s. 325) podkreśla natomiast istotę motywowania menedżerów do tego, by nie marnowali gotówki na nieefektywne inwestycje. Zarówno Rozeff (1982, s. 249–259), jak i Jensen (1986, s. 325) prezentują pogląd, iż wypłaty dla udziałowców obniżają ilość zasobów pozostających pod kontrolą kierownictwa spółki, zmniejszając w ten sposób władzę menedżerów. W sytuacji niedoboru środków finansowych powstaje konieczność zwrócenia się do rynku kapitałowego, co daje właścicielom narzędzie kontrolne – rynek weryfikuje działania i wyniki spółki, co z kolei mobilizuje zarząd spółki do efektywnego działania. Easterbrook (1984, s. 650–659) dodaje, że dywidenda staje się instrumentem dyscyplinującym menedżerów do dbania o interes spółki, realizując bowiem wypłatę dywidend, menedżerowie często są zmuszeni do pozyskiwania finansowania zewnętrznego na realizację projektów inwestycyjnych.

Istotną rolę dywidendy w minimalizowaniu kosztów agencji podkreślają także Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer i Robert W. Vishny (2000, s. 4). Autorzy potwierdzają, że przez wypłatę dywidendy zarządy spółek dokonują transferu gotówki dla akcjonariuszy, w efekcie czego zmniejsza się niebezpieczeństwo, iż te korzyści przypadną im samym. Wypłata dywidendy powoduje zmniejszenie zasobów będących pod kontrolą menedżerów, a więc ogranicza możliwości podejmowania nieefektywnych inwestycji czy nadmiernego zwiększania rozmiarów spółki – działań, które dają zarządom większą pozycję i wynagrodzenie (Jensen, Meckling, 1976, s. 305–360; Rozeff, 1982, s. 249–259; Easterbrook, 1984, s. 650–659; La Porta i inni, 2000, s. 1–33).

Również badania De Angelo, DeAngelo i Skinnera (2000) potwierdzają hipotezę mówiącą o tym, że firmy wypłacają dywidendy, aby zmniejszyć koszty agencji związane z utrzymywaniem wysokiego poziomu gotówki i niskiego poziomu dźwigni finansowej. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny (2000) kładą nacisk na związek między wypłatami i konfliktem interesu akcjonariuszy większościowych

i akcjonariuszy mniejszościowych. Badania prowadzone przez Petraska (2012, s. 615–636) wskazują, że poprawa ładu korporacyjnego i ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych prowadzi do większych wypłat dywidend. Daje to bezpośrednie potwierdzenie rozważań zespołu w składzie La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny (2000), twierdzącego, że wysokie dywidendy są efektem dobrego zarządzania i silnej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Alzahrani i Lasfer (2012) zgadzają się z tym wnioskiem. Zwracają jednak uwagę (na podstawie obserwacji 9806 firm z 24 krajów OECD w latach 2000–2007), że na politykę dywidend spółek w różnych krajach mają wpływ łącznie system nadzoru korporacyjnego i system podatkowy.

Badanie wpływu nadzoru właścicielskiego oraz struktury własności w spółkach giełdowych na wypłatę dywidendy na rynku polskim przeprowadzili między innymi Kowalewski, Stetsyuk i Talavera (2007b). Analizie poddano 110 spółek giełdowych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1998–2004, wykorzystując po raz pierwszy przygotowaną miarę oceniającą jakość nadzoru właścicielskiego. Uzyskane rezultaty badań wskazują, że struktura własności oraz nadzór właścicielski mają statystycznie istotne znaczenie dla polityki dywidendowej spółek giełdowych w Polsce.

Wyniki badania Aluchny, Berenta i Kamińskiego (2019), którym objęto 516 niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie (lata 2005–2014), potwierdzają wpływ struktur własności na politykę dywidend analizowanych spółek. Wskazują one, że koncentracja własności największego i drugiego pod względem wielkości akcjonariusza, a także w rękach państwa zmniejsza płatności dywidend. Autorzy zauważają, że jest to zgodne z wynikami większości analiz prowadzonych zarówno w krajach rozwiniętych (m.in. Gugler, Yurtoglu, 2003; Harada, Nguyen, 2011; López-Iturriaga, Santana-Martín, 2015), jak i krajach po transformacji (Bena, Hanousek, 2008).

Zgodnie z teorią agencji wypłacanie nadmiaru gotówki może być narzędziem służącym do kontrolowania działań menedżerów. Z tego punktu widzenia w zasadzie nie ma znaczenia, czy nadmiar gotówki zostanie wypłacony w formie dywidendy, czy też nabycia akcji własnych.

## 2.5. Polityka wypłat w oparciu o teorię cyklu życia przedsiębiorstwa

Zależność między skłonnością do płacenia dywidend a możliwościami inwestycyjnymi wyjaśnia teoria dywidend, oparta na teorii cyklu życia przedsiębiorstwa (*the firm life cycle theory of dividends*) Muellera (1972). Autor ten, wykorzystując

koncepcję innowacyjności Josepha A. Schumpetera (1934), zaproponował teorię opisującą przechodzenie spółki przez kolejne etapy cyklu życia. Badacz dostrzegł implikacje prowadzonych analiz dla polityki dywidend i wskazał na wpływ teorii cyklu życia firmy na politykę dywidend. Jego zdaniem w fazie szybkiego wzrostu spółki zatrzymują zyski i w całości wypłacają je w fazie dojrzałości.

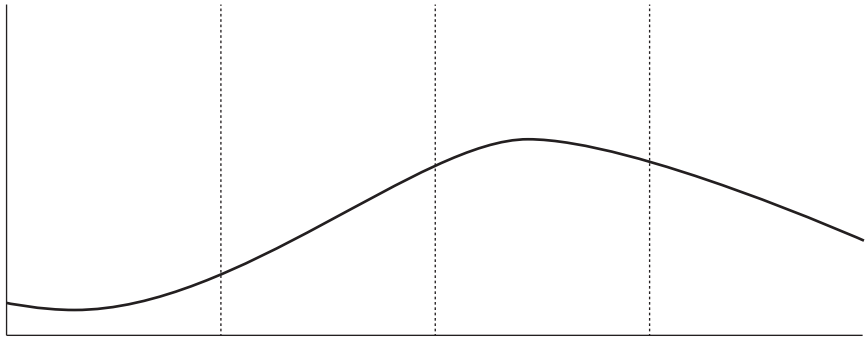
Teoria dywidend oparta na cyklu życia spółki zakłada, że we wczesnej fazie rozwoju spółki mają duże zapotrzebowanie na środki finansujące inwestycje, dlatego rzadko płacą dywidendy, czy nabywają akcje własne, w przeciwieństwie do spółek dojrzałych, które mają znacznie mniejsze potrzeby finansowe. Grullon i Michaely (2004) podkreślają, że w momencie, gdy firmy stają się dojrzałe, problemem staje się nadmiar gotówki, firmy na tym etapie mają bowiem zwykle mniej możliwości rozwoju czy realizacji efektywnych projektów inwestycyjnych. Badania Grullona i Michaely'ego (2004) wskazują, że firmy nabywające akcje własne redukują poziom wydatków inwestycyjnych oraz nakładów na badania i rozwój. Ponadto zmniejszają poziom rezerw gotówkowych. Wskazywałoby to na zastosowanie programów nabywania akcji własnych w celu zmniejszenia nadmiaru wolnej gotówki.

Propozycję powiązania prowadzonej polityki wypłat z cyklem życia przedsiębiorstwa przedstawiono na rysunku 2. Należy przy tym podkreślić, że w literaturze przedmiotu można znaleźć różne propozycje podziału i nazewnictwa etapów cyklu życia firmy (por. Sierpińska, 1999, s. 116; Sierpińska-Sawicz, 2015, s. 195; Damodaran, 2017).

Każda z faz cyklu życia przedsiębiorstwa charakteryzuje się innymi możliwościami inwestycyjnymi, innym zapotrzebowaniem na środki finansowe, co w efekcie przekłada się na decyzje podejmowane w firmie, w tym na decyzje dywidendowe (Kaźmierska-Jóźwiak, w: Jeżak i inni, 2016). Analizę poziomu inwestycji realizowanych przez przedsiębiorstwa w poszczególnych fazach cyklu życia firmy proponuje Agata Sierpińska-Sawicz (2015, s. 196–199). Należy zgodzić się ze stwierdzeniem autorki, że skłonność do inwestowania zależy od tempa wchodzenia spółki na rynek i dostępności kapitału na finansowanie inwestycji (Sierpińska-Sawicz, 2015, s. 196).

Przedsiębiorstwo będące w początkowych fazach cyklu życia zwykle prowadzi działalność – jak to określa Piotr Szczepankowski (2013, s. 143) – opartą na „niepewnej koncepcji, idei czy pomyśle". Na tym etapie rozwoju spółki potrzebują środków na inwestycje, wobec czego nie wypłacają dywidend. W fazie silnego wzrostu spółka odnotowuje zwiększenie przychodów ze sprzedaży i wartości wskaźników rentowności (Sierpińska, 1999, s. 117), jednak potrzeby inwestycyjne są na tym etapie na ogół wciąż duże, wobec czego spółka reinwestuje zysk. W początkowej fazie tego etapu dywidendy mogą być wypłacane w postaci nowo wyemitowanych akcji. Pod koniec etapu spółka może podjąć decyzję o wypłacie niskiej dywidendy

gotówkowej, aby zasygnalizować inwestorom zyskowność przedsiębiorstwa, dając jednak do zrozumienia, że gotówka jest potrzebna do dalszego rozwoju firmy (Sierpińska, 1999, s. 117).



| **Wprowadzenie** | **Wzrost** | **Dojrzałość** | **Schyłek** |
|---|---|---|---|
| Brak dywidend<br>Brak programów nabywania akcji<br>Nowe emisje akcji | Brak dywidend lub bardzo niskie dywidendy<br>Dywidendy w postaci akcji | Wzrost wartości dywidend<br>Dywidendy w postaci akcji | Średnie do wysokich dywidendy<br>Dywidendy specjalne<br>Nabycia akcji |

**Rysunek 2.** Polityka wypłat a cykl życia przedsiębiorstwa

**Źródło:** opracowanie własne na postawie Block, Hirt, 1987, s. 574; Damodaran, 1997, s. 547; Sierpińska, 1999, s. 116–117.

W etapie trzecim spółka osiąga dalszy, chociaż charakteryzujący się niższym tempem, wzrost przychodów ze sprzedaży. W tej fazie rozwoju ma ona coraz większe możliwości wypłacania dywidend gotówkowych. W miarę przechodzenia firmy od fazy stabilnego wzrostu do dojrzałości maleją potrzeby kapitałowe na rozwój, w tym zapotrzebowanie na kapitały własne, ponadto pojawiają się możliwości korzystania z kapitałów obcych. W efekcie może rosnąć stopa wypłat dywidend. Szacuje się, że firmy przeznaczają wtedy na dywidendy średnio 40–60% wypracowanego zysku, nieodosobnione są jednak przypadki wytransferowania całego zysku na wypłaty dla akcjonariuszy (Sierpińska, 1999, s. 117–118). Poziom wypłat będzie różny – w zależności od sytuacji spółki, cech branży, w której funkcjonuje, specyfiki otoczenia. Co więcej, gdy firma posiada wolne środki pieniężne i nie planuje znaczących inwestycji, może podjąć decyzję o nabyciu akcji własnych.

Tak więc, biorąc pod uwagę powyższą analizę i założenia teorii cyklu życia, dopiero spółki dojrzałe, z racji etapu, na którym się znajdują, zazwyczaj posiadające mniejsze możliwości inwestycyjne, a zatem mniejsze potrzeby kapitałowe na sfinansowanie inwestycji, są skłonne do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. We wcześniejszych etapach wypracowany zysk zwykle przeznaczany jest na reinwestycje.

Grullon, Michaely i Swaminathan (2002, s. 389) sugerują, że wzrost wartości dywidendy zawiera pewne informacje, chociaż nieprecyzyjne, o zmianach cyklu życia wypłacającej spółki – w szczególności gdy chodzi o przejście firmy z fazy wyższego wzrostu do fazy niskiego wzrostu, określanej jako faza dojrzała[1].

Badania empiryczne dotyczące inicjacji i zmian dywidend zasadniczo potwierdzają założenia teorii dywidend opartej na cyklu życia, jednak są sprzeczne z teorią sygnalizacyjną. Benartzi, Michaely i Thaler (1997) stwierdzają, że wzrostowi wartości dywidend nie towarzyszy późniejszy wzrost zysków. Grullon, Michaely i Swaminathan (2002) podają, że rentowność banków spada po wzroście dywidendy i rośnie po spadku dywidendy.

Teoria dywidend oparta na cyklu życia była wielokrotnie weryfikowana empirycznie. Jedno z pierwszych badań zostało przeprowadzone przez Famę i Frencha (2001) na danych niefinansowych spółek notowanych na giełdach NYSE, AMEX, NASDAQ w latach 1963–1998, cechujących się dodatnią wartością kapitałów własnych. Wyniki analiz wskazują, że im większe są możliwości inwestycyjne spółki, mierzone relacją wartości rynkowej do wartości księgowej aktywów ($V/A$), tym mniejsza jej skłonność do płacenia dywidendy.

Kolejne badania prowadzone na rynku amerykańskim potwierdzają wpływ teorii cyklu życia przedsiębiorstwa na decyzje dywidendowe.

Badania DeAngelo, DeAngelo i Stulza (2006), obejmujące niefinansowe spółki notowane na giełdach NYSE, AMEX, NASDAQ w latach 1973–2002, pokazują, że skłonność do wypłaty dywidendy jest dodatnio powiązana ze wskaźnikiem zatrzymanych zysków, który jest wyznacznikiem (zmienną opisującą) cyklu życiowego firmy. Autorzy ci potwierdzają, że spółki będące na wczesnych etapach rozwoju, posiadające duże możliwości inwestycyjne, zwykle charakteryzują się niskimi wolnymi przepływami pieniężnymi i wypłatami niskich dywidend. Z kolei dywidendy wypłacane są przez spółki dojrzałe, z wysoką rentownością i małymi możliwościami inwestycyjnymi. Do podobnych wniosków doszli Salas i Chahyadi (2006), badający skłonność do płacenia dywidend przez amerykańskie niefinansowe spółki giełdowe w latach 1966–2003. Autorzy potwierdzili istotnie ujemny wpływ możliwości inwestycyjnych, mierzonych relacją wartości rynkowej do wartości księgowej aktywów, na skłonność do płacenia dywidend.

Badania zespołu w składzie Laarni Bulan, Narayanan Subramanian i Lloyd Tanlu (2007) objęły 686 przypadków zainicjowania dywidendy przez amerykańskie spółki giełdowe w latach 1963–2001. Wyniki analiz potwierdzają, że firmy inicjują wypłaty dywidend po wejściu w etap dojrzałości. Inicjatorzy dywidendowi to spółki, które są silnie rozwinięte, bardziej rentowne, mają większe rezerwy

1 Zdaniem Bulana i Subramaniana (2009, s. 201) moment przejścia spółki do fazy dojrzałości określają spadek tempa wzrostu spółki, rentowności i ryzyka systematycznego.

gotówkowe i mniej możliwości rozwoju niż podmioty niebędące inicjatorami, a będące na tym samym etapie cyklu życia. Autorzy wskazują również, że wraz z zainicjowaniem dywidend nie następuje żadna istotna poprawa w obszarze rentowności czy wzrostu spółek, co potwierdzałoby przejście firmy na etap dojrzałości.

Denis i Osobov (2008) objęli badaniem niefinansowe spółki notowane w USA, Francji, Japonii, Kanadzie, Niemczech i Wielkiej Brytanii w latach 1989–2002. Autorzy ci potwierdzili istotnie ujemny wpływ możliwości inwestycyjnych, mierzonych relacją wartości rynkowej do wartości księgowej aktywów, na skłonność do płacenia dywidend dla Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii i Kanady. Powyższej zależności nie otrzymano dla Francji i Niemiec. Podobne rezultaty uzyskali Von Eije i Megginson (2008), badający decyzje o wypłatach dywidend przez spółki z 15 państw tak zwanej starej Unii Europejskiej w latach 1989–2005 (jednak nie dla całego okresu badawczego). Na potwierdzenie wpływu teorii cyklu przedsiębiorstwa na decyzje dywidendowe wskazują także, na podstawie wyników badań dla spółek z rynku australijskiego (lata 1993–2004), Coulton i Ruddock (2011).

Próbę badawczą zespołu Paula Brockmana i Emre Unlu (2011) stanowiło 80 725 obserwacji (12 871 firm z 31 krajów w latach 1996–2007). Wyniki badań wskazują, po pierwsze, że teoria cyklu życia wyjaśnia schematy wypłaty dywidend badanych firm z całego świata. Po drugie, i co zdaniem autorów ważniejsze, otoczenie informacyjne firmy odgrywa znaczącą rolę w polityce dywidend przez jej wpływ na koszty agencji. Oznacza to, że wyniki badania potwierdzają teorię dywidend opartą na koncepcji kosztów agencji.

Kaźmierska-Jóźwiak (2017b), analizując przypadki inicjowania dywidend przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2009–2013, nie znalazła potwierdzenia dla hipotezy, iż spółki podejmujące decyzję o zainicjowaniu wypłacania dywidend są spółkami dojrzałymi (charakteryzuje je m.in. spadek rentowności i zadłużenia, redukcja nakładów inwestycyjnych, wzrost poziomu gotówki).

Kowerski (2013b) przeprowadził badanie wpływu możliwości inwestycyjnych na decyzje dywidendowe na rynku polskim, wykorzystując niezbilansowany panel obejmujący spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 1995–2009. Wyniki badań wskazują, że analizowana zależność między skłonnością do płacenia dywidend a możliwościami inwestycyjnymi mierzonymi współczynnikiem $q$ Tobina jest nieliniowa. Zarówno spółki o bardzo niskich, jak też o bardzo wysokich wartościach wskaźnika $q$ charakteryzują się małą skłonnością do płacenia dywidend, w przeciwieństwie do spółek o przeciętnych wartościach wskaźnika $q$: dużych i dojrzałych.

## 2.6. Efekt klienteli

Efekt klienteli jest kolejnym zjawiskiem poddawanym badaniom w obszarze związanym z polityką dywidend. Istnienie klienteli (*clientele*) czy efektu klienteli (*clientele effect*) sugerowali już Miller i Modigliani (1961, s. 431–432), twierdząc, że dane przedsiębiorstwo przyciąga do siebie „klientelę" składającą się z tych, którzy preferują określoną politykę dywidend. Każda polityka dywidend przyciąga konkretny typ klienta – inwestora. Miller i Modigliani uznali jednak, że z punktu widzenia wyceny spółki każdy typ klienta jest tak samo dobry jak inny. Spółka nie ma zatem możliwości kształtowania swojej wartości przez zmianę klienteli. Autorzy ci, a następnie John B. Long Jr (1977), twierdzili, że wysokie wskaźniki wypłat przyciągają inwestorów nisko opodatkowanych i odwrotnie.

Black i Scholes (1974), a także Hersh M. Shefrin i Meir Statman (1984) zwracali uwagę, że pewne grupy akcjonariuszy unikają akcji spółek wypłacających dywidendy z powodów podatkowych, podczas gdy inni preferują płatności dywidendowe. Różnorodność preferencji prowadzi do tego, że inwestorzy, którzy wolą wysokie dywidendy, wybierają akcje spółek o wysokich stopach wypłat dywidendy. Natomiast ci, którzy unikają wysokich dochodów dywidendowych, wybierają akcje spółek o niskich stopach wypłat lub takie, które swoje zyski reinwestują (Perepeczo, 2013b, s. 255).

Eugene F. Brigham i Joel. F. Houston (2015, s. 585) definiują klientelę jako grupy akcjonariuszy, różniące się preferencjami dotyczącymi polityki wypłat dywidend. Wskazują przy tym, że osoby na emeryturze, fundusze emerytalne czy uniwersyteckie fundusze inwestycyjne zwykle preferują bieżący dochód w postaci gotówkowej, zależy im zatem na wysokich wypłatach dywidend. Co istotne, dla inwestorów należących do tej grupy mogą one nie mieć istotnego znaczenia, są oni bowiem często zwolnieni z opodatkowania lub płacą niskie stawki podatku.

Po drugiej stronie wyróżnia się inwestorów, którym zależy na tym, aby spółka reinwestowała zyski, zwiększając wartość przedsiębiorstwa. Taka preferencja wynika ze specyfiki tej grupy inwestorów – zazwyczaj są to osoby o dużych możliwościach zarobkowych, które nie potrzebują bieżącego dochodu z inwestycji, a środki otrzymane z dywidend najczęściej reinwestują, ponosząc przy tym dodatkowe koszty – podatek od dywidendy i koszty transakcyjne.

Brigham i Houston (2015, s. 585) efektem klienteli nazywają tendencję do przyciągania przez daną firmę określonych inwestorów zainteresowanych konkretną polityką wypłaty dywidend. Podobną terminologię proponuje Damodaran (2007, s. 1041), definiując efekt klienteli jako przyciąganie danego rodzaju inwestorów zainteresowanych prowadzeniem określonej polityki dywidendy.

Klientelą jest zatem pewna grupa inwestorów, których interesuje określona polityka wypłaty dywidendy. Istotą wyróżnienia danej klienteli jest zainteresowanie

w odniesieniu do płatności dywidend, ewentualnie zysków kapitałowych. Efekt klienteli to przyciąganie przez spółkę danego rodzaju inwestorów, zainteresowanych polityką dywidend prowadzoną przez spółkę. Konsekwencją wyboru określonej polityki dywidend jest zatem przyciągnięcie konkretnej klienteli, dla której spółka stała się atrakcyjna (Kaźmierska-Jóźwiak, 2008, s. 144). Firmy mają klientele o różnych preferencjach względem polityki dywidend. Brigham i Houston (2015, s. 585–586) zauważają, że spółki powinny prowadzić stałą, przewidywalną politykę dywidend, aby nie rozczarować swojej podstawowej klienteli.

Jak już podkreślono, istotą efektu klienteli jest różnorodność preferencji inwestorów w odniesieniu do polityki dywidend prowadzonej przez spółki, co wynika z ich preferencji czy wyboru między dywidendami (bieżącym dochodem) a zyskami kapitałowymi (dochodem przyszłym) i ma związek z aspektami podatkowymi.

W literaturze przedmiotu stosuje się różne klasyfikacje efektu klienteli. Franklin Allen, Antonio E. Bernardo i Ivo Welch (2000, s. 2524–2525) wyróżniają:

1) efekt klienteli wywoływany podatkami (*Tax-Induced Clientele Effects*),
2) efekt klienteli wywoływany czynnikami innymi niż podatki (*Non-Tax-Induced Clientele Effects*).

Horbaczewska (2012, s. 80) pisze o:

1) klienteli dywidendowej (dochodowej),
2) klienteli podatkowej.

Husam Aldin Nizar Al-Malkawi, Michael Rafferty i Rekha Pillai (2010, s. 183) oraz Andrzej Zyguła (2016, s. 160) stwierdzają, że w ujęciu teoretycznym istnieją dwie postaci efektu klienteli:

1) efekt klienteli wywoływany podatkami (*tax induced clientele*),
2) efekt klienteli wynikający z kosztów transakcyjnych (*transaction cost induced clientele*).

Wydaje się, że propozycja Horbaczewskiej, wyróżniająca **klientelę dywidendową (dochodową)** i **klientelę podatkową**, najlepiej oddaje istotę klasyfikacji klienteli, natomiast klasyfikacja Zyguły (2016), oparta między innymi na propozycji Allena, Bernardo i Welcha (2000), najlepiej odzwierciedla czynniki powodujące istnienie danej klienteli.

**Klientela dywidendowa (dochodowa)** definiowana jest przez Horbaczewską (2012, s. 81) jako ta część inwestorów, którzy są zainteresowani stałym dochodem, wobec czego wybierają akcje spółek regularnie wypłacających dywidendę. Z kolei **klientela podatkowa** to grupa inwestorów, którzy nie potrzebują bieżących dochodów gotówkowych, ponadto z uwagi na wysokie progi opodatkowania preferują oni kumulację majątku i wzrost jego wartości w przyszłości.

Dywidendy będą preferowane przez inwestorów, dla których ten rodzaj dochodu jest opodatkowany niską czy wręcz zerową stawką podatkową. Jak zauważa Horbaczewska

(2012, s. 81), są to głównie inwestorzy instytucjonalni i państwo. Ponadto inwestorzy instytucjonalni są z założenia typem spółek oczekujących stałego dochodu, wobec czego wydaje się, że jest to główna „klientela" spółek płacących dywidendy. Podobne zdanie wyrażają Allen, Bernardo i Welch (2000), wskazując, że klienci instytucjonalni wydają się być przyciągani do inwestowania w akcje spółek wypłacających dywidendy, ponieważ mają relatywne większe korzyści podatkowe w odróżnieniu od klientów indywidualnych, co skutkuje w Stanach Zjednoczonych znacznie wyższym udziałem własności instytucjonalnej w grupie spółek wypłacających dywidendy.

Czynnikiem wywołującym istnienie danej klienteli są z jednej strony aspekty podatkowe, a w zasadzie system podatkowy różnicujący opodatkowanie dywidend i zysków kapitałowych, który może wpływać na preferencje inwestorów wobec dywidend i zysków kapitałowych. Zyguła (2016, s. 161) zauważa, że w sytuacji, gdy zyski z dywidend są wyżej opodatkowane od zysków kapitałowych, inwestorzy mogą preferować sprzedaż akcji przed lub w dniu dywidendy, tracąc prawo do dywidendy, ale osiągając wyższe zyski kapitałowe (odraczając przy tym termin powstania zobowiązania podatkowego). Z drugiej strony istnieją koszty transakcyjne, które inwestorzy muszą brać pod uwagę, dokonując zmian składu swojego portfela inwestycyjnego.

Magnus Dahlquist, Göran Robertsson i Kristian Rydqvist (2014), prowadzący badania na rynku szwedzkim, wyróżniają cztery typy krajowej klienteli podatkowej:

1) inwestorów neutralnych pod względem podatkowym, którym jest obojętne, czy otrzymają dochód z dywidend, czy z zysków kapitałowych;
2) przedsiębiorstwa i osoby fizyczne, które preferują zyski kapitałowe nad dywidendami, ponieważ zobowiązanie podatkowe od zysków kapitałowych ma charakter odroczony, dopóki zysk nie zostanie zrealizowany;
3) fundusze inwestycyjne, które – ze względów podatkowych – w silniejszym stopniu niż pozostali inwestorzy preferują zyski kapitałowe nad dywidendy;
4) partnerstwa – w ich przypadku przychody z dywidend i zyski kapitałowe są opodatkowane jako zwykły przychód dla partnerów, a z uwagi na fakt, że efektywna stawka podatku jest znacznie wyższa niż dochód z dywidend i zyski kapitałowe, partnerstwa są najbardziej niechętne utrzymywaniu akcji spółek dywidendowych.

Badania empiryczne weryfikujące istnienie efektu klienteli prowadzone były już w latach siedemdziesiątych XX wieku. Edwin J. Elton i Martin J. Gruber (1970) jako pierwsi przeprowadzili badanie zachowania cen akcji pierwszego dnia notowań bez prawa do dywidendy (*the ex-dividend day*, *the ex-dividend day effect*) dla zweryfikowania hipotezy efektu klienteli podatkowej, zgodnie z którą inwestorzy cenią sobie zyski kapitałowe wyżej niż dywidendy. Wyniki ich badań przeprowadzonych

na spółkach notowanych na giełdzie nowojorskiej w latach 1966–1967 pokazały, że średni spadek ceny w dniu bez prawa do dywidendy był mniejszy niż wartość dywidendy na akcję (ceny akcji spadły średnio o 77,7% wartości wypłaconej dywidendy na akcje). Ponadto firmy charakteryzujące się wysoką stopą dywidendy odnotowały wyższy spadek cen akcji w stosunku do dywidendy niż w przypadku firm z niższą stopą dywidendy. Na podstawie wyników badań Elton i Gruber (1970) uznali, że inwestorzy preferują zyski kapitałowe nad dywidendy pieniężne ze względu na różnice w opodatkowaniu, co dowodzi istnienia efektu klienteli podatkowej. Autorzy potwierdzili istnienie efektu klienteli, który ich zdaniem ma służyć zmniejszeniu, ale nie wyeliminowaniu łącznego obciążenia podatkowego dywidend.

Dalsze badania *the ex-dividend day* były prowadzone na wielu rynkach, między innymi w:

1) Stanach Zjednoczonych – na przykład przez Avnera Kalaya (1982), z którym polemikę prowadzili Edwin J. Elton, Martin J. Gruber i Joel Rentzler (1984), Michael J. Barclay (1987), Roni Michaely (1991), John H. Boyd i Ravi Jagannathan (1994), Rakesh Bali i Gailen L. Hite (1998), Ravinder K. Bhardwaj, LeRoy D. Brooks (1999), John R. Graham, Roni Michaely i Michael R. Roberts (2002), Edwin J. Elton, Martin J. Gruber i Christoper R. Blake (2003), Yi Zhang, Kathleen A. Farrell i Todd A. Brown (2008), Jeff Whitworth i Ramesh P. Rao (2010) czy Rakesh Bali i Jack Clark Francis (2016);
2) Kanadzie – przez Josefa Lakonishoka i Theo Vermaelena (1983b), George'a Athanassakosa i Dawida Fowlera (1993), Larry'ego Bauera, Steve'a Beveridge'a i Ranjiniego Jha (2006), Fayeza A. Elayana i innych (2009);
3) Wielkiej Brytanii – przez Jamesa M. Poterbę i Lawrence'a H. Summersa (1984), Jamesa S. Anga, Davida M. Blackwella i Williama L. Megginsona (1991), Kojo Menyah (1993), Meziane'a Lasfera (1995; 2008), Leonie Bell i Tima Jenkinsona (2002);
4) Szwecji – przez Richarda C. Greena i Kristiana Rydqvista (1999), Svena-Olova Daunfeldta (2002), Svena-Olova Daunfeldta, Carinę Selander i Magnusa Wikströma (2009), Magnusa Dahlquista, Görana Robertssona i Kristiana Rydqvista (2014);
5) Niemczech – przez Roberta L. McDonalda (2001), Christiana Haesnera i Deborah Schanz (2013), Carolinę Holzmann i innych (2017);
6) Hiszpanii – przez Manuela Espitię i Francisco Javiera Ruiza (1997), Josepa Garcię-Blandona i Monikę Martinez-Blasco (2012);
7) Finlandii – przez Evę Liljeblom, Andersa Löflunda i Kala Hedvalla (2001), Eliasa Rantapuskę (2008);
8) Włoszech – przez Roniego Michaely'ego i Maurizio Murgię (1995);

9) Japonii – przez Fumio Hayashiego i Raviego Jagannathana (1990), Kiyoshiego Kato i Uriego Loewensteina (1995);
10) Australii – przez Philipa Browna i Alexa Clarke'a (1993), Andrew B. Ainswortha i innych (2016);
11) Chinach – przez Nickolaosa Travlosa, Nikolaosa T. Milonasa, Jasona Zezhong Xiao i Cunkai Tan (2002);
12) Grecji – przez Apostolosa Dasilasa (2009).

Wiele badań dotyczących zachowania się cen akcji z dnia bez prawa do dywidendy zwraca uwagę na wpływ zmiany stawek podatkowych (np. amerykańskie reformy podatkowe z 1986 i 2003 roku czy brytyjska reforma podatkowa z 1988 roku).

Lakonishok i Vermaelen (1983b, s. 1157) badali wpływ kanadyjskiej reformy podatkowej na zachowanie akcji w dniu bez prawa do dywidendy spółek notowanych na giełdzie w Toronto. Wyniki ich badań nie potwierdzają hipotezy, że zmiany cen w dniu bez prawa do dywidendy odzwierciedlają względne opodatkowanie dywidend i zysków kapitałowych, ale są zgodne z hipotezą, że zachowanie cen w dniu bez dywidendy odzwierciedla krótkoterminowe transakcje handlowe – działania inwestorów krótkoterminowych chcących w krótkim czasie zrealizować jak najwyższe zyski.

Badania dla rynku brytyjskiego, których celem była analiza zachowania cen akcji wokół dat bez prawa do dywidendy przed i po wprowadzeniu zmian w opodatkowaniu z 1988 roku, zmniejszających różnice podatkowe między dywidendami a zyskami kapitałowymi, prowadził między innymi Lasfer (1995). Wnioskuje on, że opodatkowanie istotnie wpływa na ceny akcji w dniu bez dywidendy.

Przeciwne wnioski stawia Michaely (1991), badający zachowanie cen akcji w dniu bez prawa do dywidendy po wdrożeniu w Stanach Zjednoczonych ustawy o reformie podatkowej z 1986 roku, która radykalnie ograniczyła różnice między opodatkowaniem zysków kapitałowych i dywidend. Autor stwierdza, że ta zmiana podatkowa nie miała wpływu na zachowanie cen akcji bez prawa do dywidendy.

Lasfer (2008) przeprowadził także badanie porównawcze rynku niemieckiego i brytyjskiego, analizując systemy podatkowe i reformy podatkowe wprowadzone w tych krajach. Autor testował hipotezę mówiącą o tym, że stopy zwrotu z pierwszego dnia bez prawa do dywidendy są powiązane z systemem podatkowym różnicującym dywidendy i zyski kapitałowe. Wyniki jego badań (Lasfer, 2008) wskazują, że w Wielkiej Brytanii, gdzie różnica w opodatkowaniu dywidend i zysków kapitałowych jest wysoka, a *short term trading* jest regulowany, stopy zwrotu z pierwszego dnia bez dywidendy są wyższe, a mikrostruktura rynku i wpływ inwestorów krótkoterminowych niewielkie. Dla kontrastu w Niemczech wpływ podatku jest łagodzony (minimalizowany) przez *short-term trading* i wpływ mikrostruktury rynku. Wyniki sugerują, że mimo podobieństw w opodatkowaniu dywidend w analizowanych krajach różne czynniki determinują stopę zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy".

Wyniki zbieżne z powyższymi uzyskali także Haesner i Schanz (2013), badający rynek niemiecki. Chodzi mianowicie o wniosek, iż na wysokość stopy zwrotu z akcji w pierwszym dniu bez dywidendy istotny wpływ mają działania inwestorów krótkoterminowych. Potwierdzono również dodatnie zwyżkowe stopy zwroty dla piątego dnia sesyjnego przed pierwszym dniem bez prawa do dywidendy, podczas gdy piątego dnia sesyjnego po pierwszym dniu bez prawa do dywidendy odnotowano ujemne stopy zwrotu.

Analiza czynników wpływających na spadek ceny akcji w pierwszym dniu bez prawa do dywidendy prowadzona była na wielu rynkach. Najczęściej wskazuje się, że determinanty spadku ceny akcji o wartość niższą niż wysokość deklarowanej dywidendy jednostkowej wynikają z uwarunkowań systemu podatkowego przyjętego w danym kraju (Pieloch-Babiarz, 2014). Pieloch-Babiarz (2014) dokonuje zestawienia czynników determinujących kształtowanie się kursu rynkowego akcji w pierwszym dniu ich notowań bez prawa do dywidendy. Autorka wskazuje, że gdy regulacje systemu podatkowego są odmienne dla zysków kapitałowych i dywidend, wśród czynników determinujących spadek kursu giełdowego akcji o wartość niższą niż wysokość deklarowanej dywidendy jednostkowej wymienić należy:

1) zróżnicowane stawki opodatkowania różnych dochodów z inwestycji (Elton, Gruber, 1970),
2) podatkowy efekt klienteli,
3) działania inwestorów krótkoterminowych i ich preferencje (Lakonishok, Vermaelen, 1983b; Lasfer, 2008; Haesner, Schanz, 2013).

Z kolei w tych krajach, w których dochody z dywidend pieniężnych oraz zysków kapitałowych są opodatkowane tą samą stawką podatku dochodowego lub też obie formy dochodu inwestora w ogóle nie podlegają opodatkowaniu, jako determinanty spadku kursu giełdowego akcji o wartość niższą niż wysokość dywidendy jednostkowej wskazywane są:

1) wysokość kosztów transakcyjnych i możliwość przeprowadzania arbitrażu (Boyd, Jagannathan, 1994);
2) stosowanie strategii „zbierania" dywidendy przez inwestorów krótkoterminowych (Lasfer, 2008; Haesner, Schanz, 2013);
3) preferencje inwestorów długoterminowych (Michaely, 1991);
4) mikrostruktura rynku (Haesner, Schanz, 2013);
5) struktura kapitału przedsiębiorstwa – udział dźwigni finansowej – im wyższa dźwignia finansowa, tym wyższa stopa zwrotu (French, Varson, Moon, 2005);
6) stabilność przyjętej polityki dywidendowej;
7) forma i wysokość wypłat dywidendy (Bali, Hite, 1998).

## 2.7. Asymetria informacji i teoria sygnalizacji

Zawartość informacyjna dywidend podnoszona była jako problem badawczy już w latach pięćdziesiątych XX wieku. Badania przeprowadzone przez Lintnera (1956) wskazywały, że zdaniem menedżerów akcjonariusze preferują stabilną stopę wypłaty dywidendy, dlatego polityka dywidend opiera się na długoterminowych, docelowych wskaźnikach wypłaty dywidendy. Do zmiany ustalonego wskaźnika wypłaty menedżerów może zatem skłonić racjonalna przesłanka, taka jak przewidywany wzrost zysku netto spółki.

Pierwsze modele dotyczące efektu sygnalizacyjnego pojawiły się pod koniec lat siedemdziesiątych XX wieku. Były one efektem powiązania teorii wyjaśniających decyzje dywidendowe spółek z koncepcjami znanymi w ekonomii pod pojęciami sygnalizacji i asymetrii informacji, za pionierów których uważani są George A. Akerlof (1970) oraz Michael Spence (1973). Bhattacharya (1979), Miller i Rock (1985) oraz John i Williams (1985) zaimplementowali te koncepcje na obszar finansów, sugerując, że polityka dywidendowa przedsiębiorstw zawiera pewne informacje dotyczące przyszłych perspektyw firmy.

Teoria sygnalizacji opiera się na założeniu istnienia asymetrii informacyjnej między zarządzającymi a akcjonariuszami, zwłaszcza mniejszościowymi. Zakłada się, że menedżerowie spółki są lepiej poinformowani na temat bieżącej sytuacji i perspektywy spółki niż inne osoby zewnętrzne. Na bazie teorii sygnalizacji powstała hipoteza dotycząca zawartości informacyjnej dywidendy, zgodnie z którą przez decyzję o podziale zysku w przedsiębiorstwie i wypłacie dywidendy zarząd przekazuje rynkowi pozytywny sygnał o kondycji firmy, ceny zaś reagują na ten sygnał. Natomiast polityka wypłat traktowana jest jako narzędzie zmniejszające asymetrię informacyjną istniejącą między zarządem a akcjonariuszami (Miller, Rock, 1985, s. 1031–1052).

Główne założenie teorii sygnalizacyjnej dywidend dotyczy faktu planowanego, mimo ponoszenia pewnych kosztów, wykorzystywania dywidend przez spółki w celu wysłania rynkowi określonego sygnału o przyszłych spodziewanych wynikach przedsiębiorstwa. Jak zauważają Brycz i Pauka (2013a, s. 21), różni badacze wskazują na różnego typu koszty. I tak, model Bhattacharya wskazuje na koszty emisji nowych akcji, model Millera i Rocka zakłada, że koszty sygnałów są traktowane jako przewidziana z góry inwestycja, z kolei John i Williams jako koszty sygnałów uwzględniają również wyższe podatki nakładane na dywidendy w stosunku do podatków od zysków kapitałowych.

Zgodnie z teorią sygnalizacji dywidendy zmniejszają asymetrię informacyjną (Kowerski, 2011a, s. 86). Rozpoczęcie płacenia dywidend lub wzrost ich wartości odbierany jest przez rynek jako pozytywny sygnał, mówiący o dobrych perspektywy

przedsiębiorstwa, natomiast zaprzestanie lub zmniejszenie ich wartości daje sygnał przeciwny (np. Bhattacharaya, 1979; John, Williams, 1985; Miller, Rock, 1985).

Badania empiryczne weryfikujące powyższą teorię podejmowały dwie główne kwestie. Po pierwsze, czy rynek reaguje na zmiany w polityce dywidend (polityce wypłat). Po drugie, czy zmiany dywidend (polityki wypłat) są wiarygodnym predyktorem przyszłych wyników spółki.

Pierwsze prace badające relacje między stopą zwrotu z akcji a dywidendą wskazywały na brak istotnego związku między analizowanymi wielkościami (Friend, Pucket, 1964; Black, Scholes, 1974), późniejsze badania zwykle taki związek potwierdzają.

Jedno z pierwszych badań potwierdzających, że wzrost (spadek) dywidendy skutkuje pozytywną (negatywną) reakcją rynku, przeprowadził R. Richardson Pettit (1972). Próba badawcza objęła 625 firm notowanych na NYSE w latach 1964–1968. Obserwacje podzielono na siedem kategorii, w zależności od zmian polityki dywidend (m.in. zaprzestanie wypłacania, redukcja, wzrost, brak zmiany). Powyższe wyniki potwierdzają badania Josepha Aharony'ego i Itzhaka Swary'ego (1980), którzy próbę badawczą (149 firm notowanych na NYSE w okresie od stycznia 1963 do kwietnia 1976 roku) podzielili na trzy podgrupy (wzrost dywidendy, spadek, brak zmian). Autorzy podkreślili niejasne wyniki dla stabilnej polityki dywidend.

Asquith i Mullins Jr. (1983) analizowali 168 firm, które inicjowały wypłatę dywidendy lub wznawiały ją po dziesięciu latach. Wyniki badania wskazują na wyższe zwyżkowe stopy zwrotu w stosunku do wcześniejszych badań. Zgodnie z wynikami badań Dyla i Weiganda (1998), rozpoczęcie wypłacania dywidend wiąże się nie tylko ze wzrostem cen akcji, ale także ze stabilizacją zysków spółki inicjującej wypłaty.

Roni Michaely, Richard H. Thaler i Kent L. Womack (1995) analizowali reakcje rynku na inicjowanie (561 obserwacji) oraz zaprzestanie (887 obserwacji) wypłacania dywidend przez spółki notowane na NYSE i AMEX w latach 1964–1988. Rezultaty są zgodne z wynikami wcześniej prowadzonych badań (m.in. Asquith, Mullins Jr, 1986; Healy, Palepu, 1988). Na podobną reakcję rynku wskazują Officer (2011) oraz Bong Soo Lee i Nathan Mauck (2016).

Problematyka teorii sygnalizacyjnej dywidend była obiektem zainteresowania nie tylko naukowców ze Stanów Zjednoczonych, ale także z Europy czy innych części świata. Alasdair A. Lonie i inni (1996) jako jedni z pierwszych poddali analizie reakcję rynku brytyjskiego na ogłoszenia dywidend oraz zysków spółek. Próba badawcza objęła 620 ogłoszeń spółek notowanych na LSE w okresie od stycznia do czerwca 1991 roku. Wyniki wskazują na dodatnie zwyżkowe stopy zwrotu

w przypadku pozytywnych informacji płynących ze spółek, ujemne w przeciwnym przypadku.

Vieira i Raposo (2007) objęły analizą trzy kraje: Wielka Brytanię, Francję i Portugalię. Próba składała się z 380 zdarzeń, w podziale na wzrosty (158 obserwacji), spadki (121) oraz brak zmian dywidend (101) spółek notowanych na London Stock Exchange, Euronext Paris i Euronext Lisbon w latach 1989–2002. Wyniki dają słabe potwierdzenie reakcji cen akcji w odpowiedzi na ogłoszenia dotyczące dywidend. W przypadku rynków Francji i Portugalii autorki nie obserwują reakcji rynku na ogłoszenia zdarzeń dywidendowych. Jak wskazują Vieira i Raposo (2007), tylko zwyżkowe stopy zwrotu dla trzydniowego okna zdarzenia, zaobserwowane na rynku brytyjskim, potwierdzają hipotezę sygnalizacyjną dywidendy. Uzyskane wyniki są zgodne z wcześniejszymi badaniami prowadzonymi między innymi przez Marię P. Zenonos i Meziane'a Lasfera (2003) oraz Goergena, Renneboogа i Da Silvę (2005).

Yakov Amihud i Maurizio Murgia (1997) przebadali 255 obserwacji wzrostów i 51 obserwacji spadków dywidend niemieckich spółek publicznych w latach 1988–1992. Autorzy ci twierdzą, że badana reakcja rynku niemieckiego jest podobna do tej zaobserwowanej w Stanach Zjednoczonych. Późniejsze badania prowadzone przez Andresa i innych (2013) potwierdzają statystycznie istotną reakcję rynku niemieckiego na ogłoszenie informacji o dywidendach. Stosując panelowe metody analizy, badacze wnioskują, że reakcja rynku na nieoczekiwane dywidendy jest związana ze strukturą akcjonariatu spółki.

Badania na rynku austriackim prowadzili między innymi Henryk Gurgul, Roland Mestel i Christoph Schleicher (2003), na norweskim John Capstaff, Audun Klaeboe i Andrew P. Marshall (2004), na cypryjskim Nickolaos G. Travlos, Lenos Trigeorgis i Nikos Vafaes (2001), na japońskim Kimie Harada i Pascal Nguyen (2005), na tureckim Amustafa K. Yilmaz i Guzdan Gulay (2006).

Reakcję rynku polskiego na ogłoszenie informacji o wypłatach dywidend czy inicjowaniu dywidend testowali między innymi Gurgul i Majdosz (2005), Czerwonka (2010d), Perepeczo (2013b), Mrzygłód i Nowak (2017), Kaźmierska-Jóźwiak (2017c).

Jak zauważa Greg Filbeck (2009, s. 174), mimo iż teoria sygnalizacji może nie być wystarczająca do wyjaśnienia istoty dywidendy, to jednak zwraca uwagę na wiele aspektów, na które zarządzający powinni uważać, podejmując decyzje dywidendowe, aby nie narazić się na szybkie i radyklane reakcje rynku.

Elżbieta Wrońska-Bukalska (Wrońska, 2009a) podkreśla, że aby dywidendy mogły być traktowane jako sygnał dotyczący przyszłych wyników spółek, te powinny nadać im określoną zawartość informacyjną (*information content*). Istotne jest, aby powiązać poziom dywidend z poziomem tych czynników, o których firmy chcą

zasygnalizować. Autorka podkreśla, że „istnienie tego związku (posiadanie przez dywidendy zawartości informacyjnej) jest warunkiem koniecznym dla zaistnienia sygnalizacyjnej roli dywidend na rynku kapitałowym i oddziaływania na zachowania inwestorów" (Wrońska, 2009a, s. 141).

Mimo iż weryfikacja hipotezy o zawartości informacyjnej dywidend (*information content of dividend hypothesis*) była przedmiotem wielu badań na różnych rynkach, ich wyniki są niejednoznaczne. Choć niektórzy badacze potwierdzili dodatnią korelację między dywidendami a przyszłymi wynikami firmy (Healy, Palepu, 1988; Nissim, Ziv, 2001), wielu takiego potwierdzenia nie uzyskało (Benartzi, Michaely, Thaler, 1997; Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002; Grullon i inni, 2005).

Ross Watts (1973) testował hipotezę o zawartości informacyjnej dywidend, analizując dane rynku amerykańskiego z okresu od czerwca 1945 do czerwca 1968 roku. Głównym celem badania była weryfikacja hipotezy zakładającej, że wiedza na temat obecnych i przeszłych dywidend umożliwia lepsze przewidywanie przyszłych zysków niż jest to możliwe tylko na podstawie informacji o obecnych i przeszłych zyskach spółki. Wyniki analiz Wattsa wskazują na istnienie pozytywnej, ale słabej zależności między przyszłymi zmianami zysków a bieżącymi nieoczekiwanymi zmianami dywidend. Podobne wyniki uzyskał Nicholas J. Gonedes (1978).

DeAngelo, DeAngelo i Skinner (1996) przeanalizowali politykę dywidendową w okresie, w którym nieoczekiwanie spadły zyski firmy, i twierdzą, że zmiany w dywidendzie praktycznie nie zawierają informacji o przyszłych zmianach w dochodach firmy. Wnioskują, że dywidendy nie są niezawodnym narzędziem sygnalizacyjnym ze względu na aspekty behawioralne (menedżerowie mogą interpretować przyszłą sytuację firmy zbyt optymistycznie). Grullon i inni (2005) sugerują, że inwestorzy nie powinni wykorzystywać zmian w wartości dywidend jako prognostyków przyszłych zysków, ponieważ wyniki ich badań wskazują, że wzrost zysków nie podąża za wzrostem dywidend.

Z drugiej strony Healy i Palepu (1988) potwierdzili, że po zainicjowaniu dywidend na ogół następuje wzrost dochodów spółki, obserwowany przez dwa lata. Nissim i Ziv (2001) potwierdzają hipotezę o zawartości informacyjnej dywidend, wykazując pozytywną zależność między wzrostem wartości dywidend a przyszłymi zmianami zysków, przyszłym poziomem rentowności w każdym z dwóch lat po zwiększeniu wartości wypłacanej dywidendy. Nie znajdują związku między spadkiem dywidend a przyszłymi zmianami rentowności, sugerując, że może to wynikać z konserwatyzmu w obszarze księgowości. Wyniki omawianych badań zostały później zakwestionowane przez Grullona i innych (2005), którzy twierdzą, że założenie przez Nissima i Ziva (2001) liniowych oczekiwań dotyczących zysków jest nieprawidłowe i ma istotny wpływ na wynik badania. Grullon i inni (2005)

proponują model, który zakłada nieliniową zależność i nie znajdują potwierdzenia na istnienie związku między zmianami dywidend a przyszłymi zmianami rentowności spółek.

Do prac analizujących, czy zmiany polityki dywidend są wiarygodnym predyktorem przyszłych wyników spółki na rynku polskim, należy między innymi opracowanie Wrońskiej (2009). Autorka przebadała związek między dywidendami a różnymi miarami efektów działania (zyskiem netto, zyskiem operacyjnym, przepływami pieniężnymi netto, operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto) 8 spółek z branży chemicznej notowanych na GPW w Warszawie w latach 2002–2007. Wyniki analiz wskazują, że w przypadku analizowanych podmiotów dywidendy posiadają pewną zawartość informacyjną dotyczącą jednak nie przyszłych, ale przeszłych wyników.

Brycz i Pauka (2013) przeanalizowali dane finansowe 21 spółek notowanych na GPW w latach 2002–2012, aby zbadać, czy wypłaty dywidend inicjalnych zawierają informacje o przyszłej sytuacji finansowej spółek. Autorzy ci zauważają, że firmy, które inicjują wypłaty dywidend, zwiększają poziom wartości aktywów i przychodów. Wyniki powyższych badań wskazują na wzrost zysku netto w większości firm. Jednak badacze twierdzą, że moc predyktywna dywidend inicjalnych jest niewystarczająca do prognozowania przyszłych wyników spółek.

Do podobnych wniosków doszli Pauka i Żyła (2017), przeprowadzając badanie na rynku NewConnect (próba objęła 42 spółki notowane w latach 2007–2016, wypłacające regularnie dywidendę przez co najmniej trzy lata). Na podstawie wyników modeli regresji liniowej stwierdzono, że zmiany w poziomie wypłacanych dywidend pozytywnie wpływają na zmiany w przychodach badanych spółek, jednak w sposób nieistotny wyjaśniają zmiany wyników operacyjnych i wyników netto badanych spółek. Pieloch-Babiarz (2015) testowała hipotezę stanowiącą, iż rozpoczęcie wypłaty dywidendy należy traktować jako sygnał świadczący o polepszeniu przyszłych wyników finansowych przedsiębiorstwa. Badanie przeprowadzono na grupie 33 spółek, które zainicjowały wypłatę dywidendy lub wypłaciły ją ponownie po co najmniej pięciu latach przerwy. Badania wykazały, że spółki są rentowne zarówno na kilka lat przed, jak i kilka lat po pierwszej wypłacie dywidendy, a w kolejnych latach wypłat dywidendowych średnia wysokość dywidendy rośnie.

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak (2017d) badała zależność między zmianami dywidend oraz przyszłymi zmianami rentowności mierzonymi w kategoriach zysku na akcję, niefinansowych spółek notowanych na GPW, wypłacających dywidendę przez co najmniej dwa kolejne lata w okresie 2007–2012. Wyniki badań pokazują, że spółki, które zwiększały wartość wypłacanej dywidendy, były bardziej rentowne niż spółki, które albo zmniejszały, albo nie wprowadzały żadnych zmian w swojej

polityce dywidendowej. Nieoczekiwanie okazało się, że firmy, które zmniejszały wartość dywidend, były bardziej rentowne niż te, które nie dokonywały zmian. Wyniki analizy danych pokazują, że ani wzrosty dywidend, ani spadki nie są w statystycznie istotny sposób powiązane z przyszłymi zmianami w zyskach na akcje. Wobec powyższego bieżące zmiany dywidend nie są wiarygodnym sygnałem przyszłych zmian zysków na akcję w kolejnym roku.

Celem badania Zyguły (2018) była empiryczna analiza związku między bieżącymi zmianami w poziomie wypłacanej dywidendy (w roku $t_0$) a przyszłą rentownością spółek (w okresach $t + 1$ oraz $t + 2$). Analizą objęto krajowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w latach 2001–2013 dokonały wypłat dywidendy. Autor testował modele Benartziego, Michaely'ego i Thalera (1997), Nissima i Ziva (2001), Grullona i innych (2005) oraz zespołu Lee, Isa i Lim (2012). Wyniki przeprowadzonych testów wskazują na brak statystycznie istotnej zależności między dywidendą wypłacaną w danym roku a przyszłymi wynikami uzyskiwanymi przez spółki notowane na GPW w Warszawie.

Wobec wzrostu znaczenia programów nabywania akcji własnych czy wręcz procesu zastępowania wypłat dywidend programami nabywania akcji własnych (Grullon, Ikenberry, 2000, s. 31–51) rozważania poświęcone teorii sygnalizacji przez wypłaty dywidend rozszerzono na nabywanie akcji własnych, rozwijając tym samym teorię dotyczącą zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych (*the information content of share repurchase programs)* czy hipotezy sygnalizacyjnej nabywania akcji własnych (*signalling power of share repurchases*).

Szeroko zakrojone badania nad efektem sygnalizacyjnym nabywania akcji własnych prowadzone były przede wszystkim na rynkach:

1) amerykańskim (Vermaelen, 1981; Comment, Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995; Stephens, Weisbach, 1998; Grullon, Michaely, 2004);
2) australijskim (Ramsay, Lamba, 2000; Akyol, Foo, 2013);
3) kanadyjskim (Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995; Li, McNally, 1999; Wang, Johnson, 2008);
4) japońskim (Zhang, 2002);
5) francuskim (Ginglinger, L'her, 2006; Andriosopoulos, Lasfer, 2015);
6) niemieckim (Gerke i inni, 2002; Seifert, Stehle, 2003; Hackethal, Zdantchouk, 2006; Bessler, Drobetz, Seim, 2009; Andriosopoulos, Lasfer, 2015);
7) brytyjskim (Rees, 1996; Rau, Vermaelen, 2002; Oswald, Young, 2004; Andriosopoulos, Lasfer, 2015);
8) na rynku Hongkongu (Zhang, 2005).

Wyniki badań prowadzonych na rynku amerykańskim wskazują na pozytywną reakcję akcjonariuszy na informacje o programie nabywania akcji własnych. Wyniki badań na innych rynkach są zasadniczo zgodne z powyższymi. Łączne

zwyżkowe stopy zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o programie nabywania akcji własnych są dodatnie. Wskazuje się jednak, że reakcja rynków europejskich jest słabsza niż rynku amerykańskiego (Andriosopoulos, Lasfer, 2015).

Andriosopoulos i Lasfer (2015) przeprowadzili międzynarodowe badanie, obejmujące analizą 970 ogłoszeń dotyczących planów nabycia akcji własnych w latach 1997–2006, w tym 513 w Wielkiej Brytanii (53%), 263 we Francji (27%) oraz 194 w Niemczech (20%). Na podstawie wyników badania autorzy wnioskują, że średnia reakcja badanych rynków jest niższa niż w przypadku rynku amerykańskiego i nie zależy od poziomu ochrony inwestorów. Nie wykazano statystycznie istotnej różnicy między reakcją rynku brytyjskiego i niemieckiego, wskazując na słabszą reakcję rynku francuskiego.

Większość badań pokazuje, że już samo ogłoszenie o nabyciu akcji może być silnym sygnałem dla rynku kapitałowego i skutkować znaczącym statystycznie wzrostem cen rynkowych akcji, niezależnie od tego, czy spółka faktycznie przeprowadzi w przyszłości nabycie, czy nie.

Badania na polskim rynku kapitałowym były prowadzone między innymi przez Gryglewicza (2001; 2004), Będowską-Sójkę (2003), Gurgula i Majdosza (2005), Pieloch (2011a), Kaźmierską-Jóźwiak i Wrońską-Bukalską (2017b). Wyniki dla rynku polskiego są zasadniczo zbieżne z wynikami badań rynków bardziej rozwiniętych.

Gryglewicz (2001) przeprowadził jedno z pierwszych badań porównujące nabywanie akcji własnych oraz dywidendy, jako alternatywne formy polityki wypłat w Polsce. Próba badawcza objęła 33 przypadki programów nabywania akcji własnych, 54 przypadki dywidend inicjalnych oraz 33 przypadki wzrostu wartości dywidendy w latach 1997–2000. Rezultaty jego badań wskazują między innymi, że nabycia akcji własnych stanowią bardziej efektywne narzędzie sygnalizacyjne niż dywidenda.

Wyniki badania Będowskiej-Sójki (2003), obejmującego lata 1998–2003, wskazują, że reakcja rynku na informację o nabywaniu akcji własnych w celu umorzenia jest silna i pozytywna w krótkim okresie. Autorka stwierdza, że w porównaniu do innych rynków zwyżkowe stopy zwrotu na rynku polskim są stosunkowo wysokie.

Badanie Gurgula i Majdosza (2005) obejmowało 45 ogłoszeń o dywidendach i 20 ogłoszeń o nabywaniu akcji własnych upublicznionych w okresie od 1 stycznia 2001 do 30 czerwca 2004 roku przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Zgodnie z oczekiwaniami, wyniki badań pokazały, że zarówno dywidendy, jak i nabycia akcji własnych są powiązane z pozytywną reakcją rynku. Nadzwyczajna stopa zwrotu akcji spółki ogłaszającej wypłatę dywidendy w dniu następującym po dacie zdarzenia wynosiła średnio 0,79%. Podobny efekt zaobserwowano w przypadku nabywania akcji własnych, gdzie anormalna stopa zwrotu jest nawet wyższa i wynosi 1,3%. Jednodniowe opóźnienie w reakcji rynku autorzy uzasadniają częściowo względami technicznymi.

Również badanie Mamcarz (2012a), obejmujące 60 spółek nabywających akcje własne w latach 2006–2010, wskazuje, że inwestorzy reagują pozytywnie na ogłoszenia rozpoczęcia programu nabywania akcji własnych.

Pieloch (2012b) objęła badaniem 24 przypadki komunikatów o planowanym nabyciu akcji własnych spółek, które wskazały na niedowartościowanie akcji z lat 2004–2009. Autorka stwierdza, że deklaracja nabycia akcji własnych w związku z ich niedowartościowaniem spotkała się z silną reakcją rynku kapitałowego. Zaobserwowano wzrost średniej zwyżkowej stopy zwrotu z akcji w dniu ogłoszenia komunikatu o planowanym programie nabywania akcji własnych (2,61%) oraz w dniu następnym.

Kaźmierska-Jóźwiak i Wrońska-Bukalska (2017b) objęły badaniem reakcję rynku na informacje o planowanych programach nabywania akcji własnych ogłoszonych przez spółki notowane na New Connect w latach 2004–2016. Autorki obserwują pozytywny, ale statystycznie nieistotny, średni skumulowany nadzwyczajny zwrot z dnia ogłoszenia. Nadzwyczajna stopa zwrotu z akcji w dniu następującym po ogłoszeniu informacji wyniosła 1,71%, co jest zgodne z wcześniejszymi wynikami badań (np. Gurgul, Majdosz, 2005) dla rynku podstawowego GPW w Warszawie. Podsumowując, wyniki badania sugerują, że reakcja rynku NewConnect na ogłoszenie informacji o nabyciu akcji własnych nie różni się od reakcji obserwowanej na innych rynkach.

Zarówno w badaniach Będowskiej-Sójki (2001), jak i Kaźmierskiej-Jóźwiak oraz Wrońskiej-Bukalskiej (2017b) zaobserwowano wzrost skumulowanej stopy zwrotu w okresie przed ogłoszeniem nabycia. Takie zachowanie cen akcji zostało potwierdzone we wcześniejszych badaniach na rynku amerykańskim (Vermaelen, 1981; Comment, Jarrell, 1991), a także niemieckim (Hackethal, Zdantchouk, 2006).

Biorąc pod uwagę powyższe rezultaty badań, ogłoszenie przez spółkę komunikatu o planowanym nabyciu akcji własnych wywołuje na rynku polskim, podobnie jak na rynkach zagranicznych, pozytywną reakcję inwestorów.

Będowska-Sójka (2003, s. 165–180) podkreśla następujące implikacje płynące z teorii sygnalizacji dla nabywania akcji własnych: spółki nabywające akcje własne powinny wykazywać wzrost przyszłych zysków i przepływów pieniężnych, spółki, w których przewiduje się spadek zysków, nie będą bowiem skłonne dokonywać wypłat dla akcjonariuszy ze względu na ryzyko utraty płynności finansowej w przyszłości bądź konieczności rezygnacji z realizowania projektów inwestycyjnych. Wskazuje się, że przez nabywanie akcji własnych spółki mogą sygnalizować trzy informacje (Będowska-Sójka, 2003, 167):

1) oczekiwania dotyczące przyszłych zysków,
2) aktualne niedoszacowanie,
3) obniżenie ryzyka spółki.

Kierownictwo, spodziewając się wzrostu zysków w przyszłości, jest skłonne dokonywać wypłat dla akcjonariuszy, wie bowiem, że ewentualne potrzeby finansowe w przyszłości będą mogły być zaspokojone z wypracowanych zysków. Spółki, w których przewiduje się spadek zysków, nie będą skłonne dokonywać wypłat dla akcjonariuszy, gdyż istnieje ryzyko utraty płynności finansowej w przyszłości bądź konieczności rezygnacji z realizowania projektów inwestycyjnych.

Potwierdzeniem hipotezy, iż spółki nabywają akcje własne w celu zasygnalizowania poprawy wyników finansowych, są między innymi badania następujących autorów: Bhattacharyi (1979), Millera i Rocka (1985), Vermaelena (1981; 1984), Ikenberry'ego, Lakonishoka i Vermaelena (1995), Manconiego, Peyera i Vermaelena (2014).

Vermaelen (1981) podkreśla, że firmy oferują premie za własne akcje, aby zasygnalizować pozytywne informacje dotyczące przyszłości. Obserwacje badacza wskazują, że nadzwyczajne wzrosty zysków na akcje towarzyszą programom nabywania akcji w drodze oferty publicznej po cenie stałej (Vermaelen wyjaśnia, że chodzi o transakcje, w których spółka proponuje zakup określonej liczby akcji po określonej cenie – *tender price*, zwykle wyższej od ceny rynkowej) i głównie dotyczą małych firm, co daje podstawy do potwierdzenia hipotezy sygnalizacji. Vermaelen (1981; 1984) jest zdania, iż siła sygnału zależy od zastosowanego mechanizmu nabywania akcji własnych.

Ikenberry, Lakonishok i Vermaelen (1995) stwierdzają, że niedowartościowanie jest najbardziej prawdopodobnym motywem nabycia akcji własnych w przypadku firm z wysoką wartością wskaźnika *book to market*, a dla spółek z niską wartością wskaźnika u podstaw decyzji o nabyciu akcji własnych mogą leżeć inne czynniki.

Z kolei wyniki badań Grullona i Michaely'ego (2002) wskazują, że źródłem pozytywnej reakcji rynku na ogłoszenie informacji o nabyciu akcji własnych jest redukcja wolnych przepływów pieniężnych i ryzyka systematycznego. Autorzy stoją na stanowisku, że reakcja rynku jest silniejsza w przypadku firm, w których wzrasta prawdopodobieństwo pojawienia się konfliktów agencyjnych. Silniejszą reakcję rynku wyjaśniają zatem elementami teorii agencji.

Na rynku polskim badaniem przyczyn reakcji rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych zajmowała się między innymi Będowska-Sójka (2003). Potwierdza ona, że zgodnie z hipotezą teorii sygnalizacji rynek polski reaguje silniej na ogłoszenia programów nabywania przez małe spółki, charakteryzujące się większą asymetrią informacji niż spółki duże. Autorka wskazuje również na pozytywną reakcję rynku na nabycia większego pakietu akcji. Ponadto, zgodnie z hipotezą sygnału, spółki ogłaszają decyzję o nabyciu akcji własnych po okresie niskich notowań, co wiąże się z motywem niedowartościowania. W przeprowadzonej

analizie regresji nie uzyskano potwierdzenia dotyczącego zachowania zmiennej opisującej ryzyko akcji – wbrew teorii sygnału skumulowana stopa zwrotu maleje wraz ze wzrostem ryzyka akcji. Będowska-Sójka (2003) sugeruje, że taka reakcja może wynikać z niechęci inwestorów do inwestowania w spółki charakteryzujące się wyższym ryzykiem.

## 2.8. Polityka wypłat w świetle teorii cateringowej

Cateringowa teoria dywidend (*catering theory of dividends*) wywodzi się z nurtu finansów behawioralnych, czyli nurtu, który analizuje świat finansów z perspektywy człowieka rzeczywistego, a nie ekonomicznego. Finanse behawioralne są bowiem połączeniem finansów i psychologii, koncentrują się na analizie indywidualnych zachowań inwestorów w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych (Czerwonka, Gorlewski, 2012). Istotne jest tu odrzucenie założenia o racjonalności decyzji ludzkich.

Anomalie występujące w obszarze polityki dywidend trudno było wyjaśnić wyłącznie na gruncie ekonomii klasycznej czy neoklasycznej, w związku z czym badacze zaczęli poszukiwać inspiracji i wyjaśnień na gruncie finansów behawioralnych. Negacja założenia o efektywności rynku kapitałowego, negacja racjonalności inwestorów czy wreszcie włączenie do analiz aspektów psychologicznych dało nowe możliwości wyjaśniania zjawisk zachodzących na rynkach kapitałowych, zarówno w odniesieniu do działających na nich inwestorów, jak i spółek (Gajdka, 2013).

Cateringowa teoria dywidend została zaproponowana przez Bakera i Wuglera (2004a; 2004b), którzy inspiracje czerpali z prac Longa Jr (1978) oraz Shefrina i Statmana (1984), ci ostatni zaś opierali się na badaniach Thalera i Shefrina (1981) oraz teorii wyboru w warunkach niepewności Daniela Kahnemana i Amosa Tverskyego (1979).

Cateringowe podejście do teorii dywidend zakłada irracjonalne zachowanie inwestorów, których działania są analizowane przez racjonalnych menedżerów przedsiębiorstw, podejmujących decyzje dywidendowe tak, aby zaspokoić potrzeby inwestorów. Przyjmując punkt widzenia behawioralnej teorii finansów, Baker i Wurgler (2004a; 2004b) uznali, że inicjowanie lub brak wypłaty dywidendy wynika z dostosowywania się menedżerów do okresowych zmian w preferencjach inwestorów.

Zaproponowana przez nich cateringowa teoria dywidend zakłada, że racjonalni menedżerowie firm przystosowują politykę dywidendową do zmieniających się preferencji niekoniecznie racjonalnych inwestorów. Wahania w preferencjach inwestorów mają odzwierciedlenie w okresowych zmianach relatywnej wyceny spółek

dywidendowych i niedywidendowych. Jak podkreślają Konieczka i Szyszka (2013), nastroje inwestorów, a co za tym idzie – popyt na akcje spółek dywidendowych, zmieniają się w czasie, powodując różnice w relatywnej wycenie spółek płacących i niepłacących dywidend.

Na cateringową teorię dywidend składają się trzy główne założenia (Gajdka, 2013, s. 154–155):

1) popyt inwestorów na akcje spółek, które płacą dywidendy, może zmieniać się w czasie (z powodów psychologicznych lub innych);
2) wpływ zmian popytu na ceny akcji nie może być skutecznie ograniczony za pomocą arbitrażu;
3) menedżerowie racjonalnie oceniają korzyści wynikające z cateringu i decydują się na wypłatę dywidendy, gdy inwestorzy skłonni są płacić wysokie ceny za akcje spółki dywidendowej (gdy spółki dywidendowe są relatywnie wyżej wyceniane), zaprzestają zaś płacić, gdy inwestorzy wyżej wyceniają akcje spółek niedywidendowych (gdy spółki dywidendowe są relatywnie niżej wyceniane).

Jak zauważają Cichacz i Wojtalik (2016), teoria cateringowa może się wydawać podobna do hipotezy efektu klienteli. Jednak istotna różnica polega na tym, że efekt klienteli zakłada racjonalne przesłanki kierujące inwestorami, teoria cateringowa uwzględnia zaś sentyment inwestorów, upatrując właśnie w nim różnic w wycenie spółek wypłacających i niewypłacających dywidendy.

Do określenia relatywnej wyceny spółek płacących i niepłacących dywidend Baker i Wurgler (2004b) zastosowali miernik *ex ante*, nazwany przez nich premią dywidendową (*dividend permium*). Miernik ten określa różnicę między średnią wartością wskaźnika kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej kapitałów własnych ($MV/BV$) spółek wypłacających dywidendy i spółek niewypłacających dywidend. Następnie autorzy analizują, czy zagregowana stopa inicjacji wypłat dywidend oraz zaprzestania wypłat są powiązane z premią dywidendową, zakładają bowiem, że skłonność spółek do wypłaty dywidendy wzrasta wraz ze wzrostem różnicy między wyceną przez rynek spółek wypłacających dywidendy i niewypłacających dywidendy (wraz z premią dywidendową).

Spółki inicjują wypłacanie dywidend, gdy akcje spółek dywidendowych są wyżej wyceniane przez rynek w stosunku do akcji spółek niedywidendowych, i zaprzestają w sytuacji odwrotnej. W następstwie tego wyceny akcji spółek płacących dywidendy są wysokie w okresach dużego popytu na dywidendy niskie, a gdy popyt jest niewielki. Według Bakera i Wuglera (2004b) menedżerowie dają inwestorom to, czego oni oczekują, a inicjowanie lub zaprzestanie wypłaty dywidendy wynika z faktu dostosowywania się menedżerów do okresowych zmian w preferencjach inwestorów. Zgodnie z teorią racjonalni menedżerowie dostosowują politykę

dywidend do zmian preferencji niekoniecznie racjonalnych inwestorów (Konieczka, Szyszka, 2013, s. 175).

Li i Lie (2006) wskazują na pewne uproszczenia teorii Bakera i Wuglera. Podkreślają, że klasyfikowanie spółek na płacące dywidendy i niepłacące dywidend jest sprowadzeniem problemu dywidendowego jedynie do pytania, czy płacić, a nie ile wypłacić. Tak więc o ile model Bakera i Wuglera może wyjaśnić, dlaczego niektóre spółki inicjują wypłatę dywidend, a inne zaprzestają, o tyle nie może wyjaśnić, dlaczego spółki zmieniają poziom wypłacanych dywidend. Li i Lie proponują rozszerzenie modelu Bakera i Wuglera (uwzględniając nie tylko fakt inicjowania czy zaprzestania wypłacania dywidendy) o zmiany w poziomie dywidend. Wyniki ich badań (Li, Lie, 2006), dotyczące danych z rynku amerykańskiego za lata 1963–2000, uwzględniające poziom dywidend, potwierdziły dodatnią korelację poziomu dywidend z premią dywidendową.

Wielu badaczy wskazywało na konieczność włączenia do modelu cateringowego zmiennej opisującej ryzyko (m.in. Li, Zhao, 2008; Hoberg, Prabhala, 2009). Hoberg i Prabhala (2009, s. 112), na podstawie badania decyzji dywidendowych z okresu 1963–2004, zauważają, że premia dywidendowa wyjaśnia zmieniającą się skłonność do wypłaty dywidend, jeśli analizy nie uwzględniają ryzyka. Po wprowadzeniu do modelu ryzyka wysokość premii za dywidendę przestaje być istotna. Wnioskują zatem, że ryzyko jest istotną determinantą skłonności do wypłaty dywidendy.

Baker i Wugler (2004b) testowali cateringowa teorię dywidend na danych z rynku amerykańskiego za lata 1962–2000. Potwierdzili dodatnią, istotną statystycznie korelację między premią dywidendową a udziałem spółek płacących dywidendy. Stephen P. Ferris, Nilanjan Sen i Ho Pei Yui (2006) testowali zastosowanie teorii cateringowej na rynku brytyjskim. Potwierdzili, że w latach 1988–2002 relatywna zmiana wyceny spółek płacących dywidendy w stosunku do spółek niepłacących wyjaśnia zmiany skłonności do wypłaty dywidend.

Natomiast teorii cateringowej nie potwierdziły badania Von Eije i Megginsona (2008), którzy testowali teorię, bazując na danych z lat 1989–2005 dla 15 krajów należących do Unii Europejskiej przed 2004 rokiem. Wyniki badań Denisa i Osobova (2008) prowadzonych na rynkach Stanów Zjednoczonych, Kanady, Wielkiej Brytanii, Francji i Japonii są niejednoznaczne. Autorzy ci sugerują, że poza rynkiem amerykańskim nie ma dowodów na poparcie cateringowej teorii dywidend (Denis, Osobov, 2008, s. 80).

Konieczka i Szyszka (2013), którzy badali dane rynku amerykańskiego (lata 1983–2011), potwierdzili statystycznie istotną zależność między premią dywidendową a odsetkiem spółek wypłacających dywidendę.

Zhan Jiang i inni (2013) zastosowali cateringową teorię Bakera i Wurglera (2004b) na obszarze nabycia akcji własnych. Autorzy wyliczają zmienną określoną

jako premia związana z nabyciem akcji własnych (*repurchase premium*) analogicznie do premii dywidendowej Bakera i Wuglera, a następnie odnoszą ją do decyzji o nabyciu akcji własnych. Zgodnie z założeniem, że firmy zaspokajają zmienne w czasie zapotrzebowanie inwestorów na nabycie akcji własnych, prawdopodobieństwo, że firma zainicjuje lub będzie kontynuować program typu *buyback* jest pozytywnie powiązane z premią związaną z nabyciem akcji własnych. Jiang i inni (2013) wnioskują na podstawie badań, zgodnie z poglądem, że menedżerowie postrzegają dywidendy i nabywanie akcji własnych jako mechanizmy substytucyjne, iż prawdopodobieństwo, że firma zainicjuje lub nadal będzie wypłacać dywidendę (nabywać akcje własne) jest negatywnie powiązane z premią z tytułu nabycia akcji własnych (premią dywidendową). Ponadto odsetek odkupionych akcji wzrasta wraz ze wzrostem premii z tytułu nabycia akcji i zmniejsza się wraz z premią dywidendową. Jiang i inni (2013, s. 49) nie tylko potwierdzają teorię cateringową w kontekście wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy, ale wręcz sugerują, że efekty cateringowe są bardziej wszechobecne niż jest to sugerowane w literaturze.

Na rynku polskim problematykę teorii cateringowej podejmowali między innymi Gajdka (2013), Kowerski (2013a), Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Pieloch-Babiarz (2016) oraz Cichacz i Wojtalik (2016).

Badania Gajdki (2013), które objęły ogół spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000–2011, nie pozwoliły na potwierdzenie zastosowania teorii cateringowej do wyjaśnienia zmiany w zakresie polityki dywidendowej prowadzonej przez polskie spółki giełdowe.

Badania przeprowadzone przez Kowerskiego (2013a) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pokazały, że premia dywidendowa ma pozytywny, chociaż niezbyt silny wpływ na decyzje podejmowane przez akcjonariuszy. Autor konstatuje, że teoria cateringowa jest jednym z wielu, ale nie jedynym czynnikiem decydującym o tym, czy akcjonariusze postanowią o wypłacie dywidendy.

Kaźmierska-Jóźwiak (2015) objęła badaniem ogół niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2012. Wyniki analiz nie potwierdziły statystycznie istotnej zależności między relatywną zmianą premii za dywidendę w danym roku oraz względną zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendę w kolejnym roku. Badanie wykazało natomiast statystycznie istotny związek między zmianą odsetka spółek wypłacających dywidendy a stopą zwrotu z indeksu WIG.

Wyniki badań przeprowadzonych przez Pieloch-Babiarz (2016) na grupie spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego notowanych na GPW w latach 2001–2014 (42 podmioty) wskazują, iż w okresie dekoniunktury giełdowej rośnie udział spółek inicjujących wypłatę dywidendy, jednak rynek kapitałowy nie wycenia spółek dywidendowych wyżej niż innych spółek. Cichacz i Wojtalik (2016) przeprowadzili

badania na danych polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2015, przy czym dla wskaźnika *P/BV* (cena/wartość księgowa) obliczeń dokonano za okres 2011–2014. Ich wyniki nie potwierdzają wpływu podejścia cateringowego na politykę dywidendową polskich spółek giełdowych.

## 2.9. Podsumowanie

Analiza i synteza światowego i polskiego dorobku naukowego dotyczącego polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych miała na celu przedstawienie głównych nurtów badawczych podejmowanych w ramach problematyki polityki wypłat oraz głównych wyników prowadzonych badań, aby na tym tle wskazać obszary, które należałoby eksplorować w przyszłości.

Różnorodność zagadnień podejmowanych przez badaczy, a w konsekwencji powstanie licznych, często wykluczających się teorii, pokazuje wieloznaczność tematyki związanej z wypłacaniem dywidend. Mimo wielu lat badań nad wpływem polityki wypłat na rzecz właścicieli na wartość spółki kwestia ta wciąż pozostaje nierozwiązana, a fakt występowania teorii, które w zasadzie wzajemnie się wykluczają, potwierdza złożoność omawianej materii.

Uwarunkowania decyzji dotyczących wypłat dywidend rozpatrywane były w świetle wielu teorii ekonomicznych, między innymi teorii agencji czy teorii cyklu życia. Zgodnie z teorią agencji (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) w efekcie rozdzielenia władzy od zarządzania w przedsiębiorstwie, co następuje w trakcie jego rozwoju, pojawia się groźba konfliktu interesów pryncypałów i agentów. Następstwem tego jest powstanie kosztów agencji. Wielu badaczy podkreśla, że wypłacanie nadmiaru gotówki na rzecz akcjonariuszy może być efektywnym działaniem minimalizującym konflikty i koszty agencyjne (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Według alternatywnego podejścia do tematu decyzji w obszarze dywidend optymalna polityka wypłat wynika z potrzeby dystrybucji wolnych przepływów pieniężnych firmy. DeAngelo, DeAngelo i Stulz (2006) wyjaśniają skłonność spółek do wypłacania dywidend założeniami teorii cyklu życia, która łączy elementy teorii agencji z ewolucją w zakresie możliwości inwestycyjnych firmy analizowanych przez Famę i Frencha (2001) oraz Grullona, Michaely'ego i Swaminathana (2002). Zgodnie z założeniami teorii w początkowych etapach cyklu życia firmy płacą niewielkie dywidendy, ponieważ mają możliwości rozwoju, a ich potrzeby inwestycyjne konsumują wypracowane zyski. W późniejszych okresach, wraz ze zmniejszaniem się możliwości inwestycyjnych, powinny optymalnie wypłacać nadwyżkę, aby złagodzić ryzyko marnowania wolnych przepływów pieniężnych.

Kolejna ciekawą hipotezą testowaną na wielu rynkach jest hipoteza zawartości informacyjnej dywidend, a w trakcie rozwoju badań także hipoteza zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych (obie powstałe na bazie teorii sygnalizacji). To zagadnienie jako problem badawczy podnoszone było już w latach pięćdziesiątych XX wieku (Lintner, 1956). Bhattacharya (1979), Miller i Rock (1985) czy John i Williams (1985) zaimplementowali koncepcje teorii sygnalizacji i asymetrii informacji na obszar finansów. Na bazie teorii sygnalizacji powstała hipoteza dotycząca zawartości informacyjnej dywidendy, a także teoria zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych. Zgodnie z teorią sygnalizacji dywidendy i programy nabywania akcji własnych zmniejszają asymetrię informacyjną, stanowiąc sygnał przekazywany przez zarząd spółki i akcjonariuszy większościowych akcjonariuszom mniejszościowym i potencjalnym inwestorom.

Zgodnie z głównym założeniem teorii sygnalizacyjnej dywidend (nabywania akcji własnych) spółki w sposób planowany, mimo ponoszenia pewnych kosztów, wykorzystują dywidendy (programy nabywania akcji własnych) w celu wysłania rynkowi określonego sygnału o przyszłych spodziewanych wynikach przedsiębiorstwa. Wobec powyższego rozpoczęcie płacenia dywidend (nabywania akcji własnych) lub wzrost ich wartości odbierany jest przez rynek jako pozytywny sygnał, który świadczy o dobrych perspektywach spółki.

Przeprowadzone studia literaturowe pozwalają dostrzec, że wraz z rosnącym zainteresowaniem nabywaniem akcji własnych wiele teorii czy hipotez doczekało się odniesienia do tego rodzaju polityki wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy. Niemniej jednak wciąż pojęcie *polityka wypłat* jest słabo rozpoznawalne i raczej kojarzone, zwłaszcza na rynku polskim, z płatnościami dywidendowymi. Nadal, mimo wzrostu zainteresowania naukowców problematyką programów nabywania akcji własnych, niewiele jest badań oraz opracowań analizujących i porównujących obie formy transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy.

# 3. Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000–2017

## 3.1. Uzasadnienie podjęcia badania

Polityka wypłat przedsiębiorstwa to zbiór decyzji dotyczących podziału zysku netto wypracowanego przez spółkę, odnoszących się do tego, czy dokonać wypłat na rzecz akcjonariuszy, jaką część zysku wypłacić, a jaką pozostawić w spółce oraz w jakiej formie dokonać transferu gotówki (Kowerski, 2017). Decyzje te mają charakter finansowy, inwestycyjny i strategiczny. Wobec tego implikują konsekwencje dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, zarówno w krótkim, jak i długim okresie.

Problematyka dywidend, jako historycznie najczęściej stosowana forma transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy, podejmowana jest w badaniach na całym świecie od kilku dekad (m.in. Lintner, 1956; DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006; Denis, Osobov, 2008; Desai, Jin, 2011; Skinner, Soltes, 2011; Hail, Tahoun, Wang, 2014; Baker, Weigand, 2015; Booth, Zhou, 2017). Mimo tego idea *dividend puzzle* Blacka (1976) jest wciąż aktualna. Ponadto doszły do niej nowe dylematy, związane chociażby z problematyką nabywania akcji własnych.

Nabywanie akcji własnych to wciąż stosunkowo młode rozwiązanie prawne, które w ostatnich latach doczekało się wielu opracowań empirycznych (m.in. Dittmar, 2000; Dittmar, Dittmar, 2004; Hribar, Jenkins, Johnson, 2006; Peyer, Vermaelen, 2009; Lee, Ejara, Gleason, 2010; Andriosopoulos, Hoque, 2013; Manconi, Peyer, Vermaelen, 2014; Andriosopoulos, Lasfer, 2015; Almeida, Fos, Kronlund, 2016; Andriosopoulos, Gaganis, Pasiouras, 2016). Niemniej jednak nadal jest zagadnieniem niedostatecznie eksplorowanym, zwłaszcza w literaturze polskiej. Niewiele jest bowiem

na gruncie krajowym opracowań, których przedmiotem badań są równocześnie obie formy przekazywania gotówki dla akcjonariuszy (Gurgul, Majdosz, 2005; Pieloch, 2011; Horbaczewska, 2012; Kaźmierska-Jóźwiak, 2013; Kowerski, 2017).

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż sama problematyka polityki dywidend podejmowana była przez wielu autorów (m.in. Sierpińska, 1999; Duraj, 2002; Kaźmierska-Jóźwiak, 2008; 2015; 2016; 2017a; 2017b; Wrońska, 2009a; 2009b; 2010; Kowerski, 2011a; 2013a; 2013b; 2015; 2016; Zarębski, 2011a; 2011b; 2013; Perepeczo, 2012; 2013a; 2013b; Słoński, Zawadzki, 2012a; 2012b; Brycz, Pauka, 2013a; 2013b; Pieloch-Babiarz, 2015; 2016; Zyguła, 2016; 2018; Kowerski, Bielak, 2018). Również programy nabywania akcji własnych doczekały się wielu opracowań (m.in. Pieloch, 2011a; 2012a; Szyszka, Zaremba, 2011; Kowerski, 2011b; 2017; Kaźmierska-Jóźwiak, Wrońska-Bukalska, 2017a; 2017b; Wrońska-Bukalska, Kaźmierska-Jóźwiak, Rozkovec, 2018).

Istotną barierę w prowadzeniu badań nad zagadnieniami związanymi z programami nabywania akcji własnych na rynku polskim może stanowić dostępność danych. Nie ma bowiem bazy, która zawierałaby pełne informacje na ten temat. W bazie Thomson Reuters istnieje możliwość wyszukania wartości zmiennej *Share repurchase* (dane na temat kwot, jakie spółki wydały na nabycie akcji własnych w danym roku obrotowym), jednak tylko dla bardzo niewielkiej liczby spółek (około 6% populacji spółek notowanych na GPW w Warszawie). W bazie Eikon Thomson Reuters (ETR) brak jest z kolei jednolitego nazewnictwa zmiennej, która opisuje wartość środków przeznaczonych przez spółki na nabycie akcji własnych. W przypadku różnych spółek można spotkać się z różnymi określeniami, np. *Expenses by virtue of the purchase of own shares*, *Purchase of treasury shares*, *Shared retired*, *Treasury shares*, *Repurchase/Retirement of common/preferred*, *Repurchase of common*. Brak ujęcia tych danych w jednej bazie sprowadza się do konieczności ich zbierania w sposób „ręczny", przez monitorowanie raportów bieżących spółek, analizowanie uchwał walnych zgromadzeń akcjonariuszy czy sprawozdań finansowych spółek.

Jak już pokreślono, problematyka wypłat, obejmująca nie tylko politykę dywidend, ale także nabycia akcji własnych, jest wciąż zagadnieniem niedostatecznie zbadanym na rynku polskim. Niniejsza praca stara się wypełnić lukę związaną z niewielką liczbą opracowań omawiających w sposób kompleksowy politykę wypłat polskich spółek giełdowych. Ponadto oryginalność opracowania wynika z faktu objęcia badaniem całej zbiorowości niefinansowych spółek krajowych notowanych na GPW w Warszawie.

Autorka uważa, iż poznanie charakterystyk spółek realizujących określony model polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy, identyfikacja determinant skłonności spółek do wypłaty dywidendy i/lub nabywania akcji własnych czy wreszcie poznanie skali zjawiska związanego z polityką wypłat na rynku polskim poszerzy aktualny stan wiedzy i przyniesie szereg korzyści, nie tylko o znaczeniu naukowym, ale również aplikacyjnym.

## 3.2. Dobór spółek do badania

Populację generalną w niniejszym badaniu stanowiły wszystkie krajowe, niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okres badawczy obejmuje lata 2004–2016. Głównym uzasadnieniem dla tak ustalonego przedziału czasowego jest fakt obowiązywania od 2004 roku systemu podatkowego obejmującego jednakową stawką podatku zarówno dochody z dywidend, jak i dochody kapitałowe. Ponadto uznano, iż wcześniejsze lata charakteryzują się znacznym brakiem danych dla wielu spółek.

Dane pozyskiwano z baz Thomson Reuters oraz Eikon Thomson Reuters. W pierwszym etapie z ogółu spółek notowanych na GPW w Warszawie wyeliminowano te, które zaliczane są do sektora finansowego. Dla tak określonej grupy spółek niefinansowych pozyskano dane na temat wielkości finansowych niezbędnych do badania. Niemniej jednak konieczne było ręczne zbieranie danych dotyczących informacji na temat ogłoszeń o programach nabywania akcji własnych oraz kwot wydanych przez spółki na realizację skupów akcji własnych. Jak już wspomniano, baza Thomson Reuters jest w tym zakresie niepełna – zawiera powyższe dane zaledwie dla około 6% spółek. Wobec tego analizie poddano raporty bieżące spółek za lata 2004–2016, wykorzystując bazę Emis oraz serwis ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej. W kolejnym etapie dla spółek, które realizowały programy nabywania akcji własnych, pozyskano dane dotyczące kwot wypłaconych akcjonariuszom przez programy typu *buyback*. W tym celu analizie poddano sprawozdania finansowe (rachunek przepływów pieniężnych) poszczególnych spółek. Ten etap był jednym z najbardziej czasochłonnych w procesie zbierania danych.

Podstawowe kryteria, zasady doboru spółek do próby dotyczyły następujących założeń:

1) spółka była notowana na GPW w Warszawie w roku 2018, wobec czego dane finansowe dla spółki były dostępne w bazie Thomson Reuters;
2) spółka była notowana na giełdzie przez co najmniej dwa pełne lata;
3) ze zbioru usunięto spółki o ujemnych wartościach kapitałów własnych oraz spółki o zerowych przychodach netto ze sprzedaży produktów, towarów, usług i materiałów (nieprowadzące w danym roku działalności operacyjnej);
4) wyeliminowano także spółki, które przeprowadziły scalenie akcji oraz spółki w trakcie restrukturyzacji.

Biorąc pod uwagę powyższe założenia, uzyskano zbiory danych przekrojowych dla 13 lat. Zbiory dla kolejnych lat składają się z różnej liczby obserwacji. Po połączeniu danych ze wszystkich analizowanych lat otrzymano zbiór, na który składają się 2433 obserwacje (spółek – lat). Wszystkie dane finansowe wykorzystane w badaniu wyrażone są w cenach bieżących.

Tabela 3 przedstawia rozkład zbioru obserwacji według podejścia do polityki wypłat inwestorskich:

1) spółki, które w danym roku ani nie wypłaciły dywidendy, ani nie nabyły akcji własnych (kategoria „nic”);
2) spółki, które w danym roku wypłaciły dywidendę, ale nie nabywały akcji własnych („tylko dyw”);
3) spółki, które w danym roku nabyły akcje własne, ale nie wypłaciły dywidendy („tylko bb”);
4) spółki, które w danym roku zastosowały obie formy transferu gotówki dla akcjonariuszy – zarówno wypłaciły dywidendę, jak i nabyły akcje własne („dyw i bb”).

**Tabela 3.** Rozkład zbioru obserwacji

| Kategoria obserwacji | Liczba obserwacji | Udział procentowy (%) |
|---|---|---|
| „nic” | 1278 | 52,53 |
| „tylko dyw” | 920 | 37,81 |
| „tylko bb” | 122 | 5,01 |
| „dyw i bb” | 113 | 4,64 |
| Suma | 2433 | 100,00 |

**Źródło:** opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli 3, badanie objęło łącznie 2433 obserwacje. Około 52% z nich dotyczy spółek, które prowadzą politykę polegającą na niewypłacaniu środków na rzecz akcjonariuszy (kategoria „nic”), niespełna 38% obserwacji odnosi się do spółek, które wypłaciły dywidendę, ale nie nabywały akcji własnych („tylko dyw”), po około 5% obserwacji objętych badaniem dotyczy spółek, które nabyły akcje własne, ale nie wypłaciły dywidendy („tylko bb”) oraz spółek, które w danym roku wypłaciły dywidendę i nabyły akcje własne („dyw i bb”).

## 3.3. Analiza polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie

Zmiany w podejściu do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy w krajowych niefinansowych spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przeanalizowano pod kątem liczby spółek (obserwacji), stosujących różne podejście do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy oraz pod kątem udziału poszczególnych grup spółek w całej zbiorowości.

Tabela 4 przedstawia liczbę obserwacji według różnego podejścia do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy w kolejnych latach okresu badawczego.

**Tabela 4.** Liczba obserwacji w podziale na różne modele wypłat stosowane w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie

| | Spółki, które wypłaciły dywidendę, ale nie nabyły akcji („tylko dyw”) | Spółki, które nabyły akcje własne, ale nie wypłaciły dywidendy („tylko bb”) | Spółki, które wypłaciły dywidendę i nabyły akcje własne („dyw i bb”) | Spółki, które ani nie wypłaciły dywidendy, ani nie nabyły akcji własnych („nic”) | Spółki płacące dywidendę („dyw”) | Spółki nabywające akcje („bb”) | Łączna liczba obserwacji |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | A | B | C | D | E = A + C | F = B + C | G = A + B + C + D |
| 2004 | 28 | 1 | 3 | 43 | 31 | 4 | 75 |
| 2005 | 43 | 1 | 3 | 56 | 46 | 4 | 103 |
| 2006 | 48 | 4 | 1 | 65 | 49 | 5 | 118 |
| 2007 | 46 | 4 | 4 | 92 | 50 | 8 | 146 |
| 2008 | 47 | 14 | 8 | 99 | 55 | 22 | 168 |
| 2009 | 48 | 13 | 15 | 99 | 63 | 28 | 175 |
| 2010 | 59 | 10 | 7 | 113 | 66 | 17 | 189 |
| 2011 | 69 | 17 | 6 | 112 | 75 | 23 | 204 |
| 2012 | 80 | 15 | 15 | 112 | 95 | 30 | 222 |
| 2013 | 95 | 17 | 14 | 108 | 109 | 31 | 234 |
| 2014 | 106 | 7 | 12 | 117 | 118 | 19 | 242 |
| 2015 | 115 | 9 | 12 | 111 | 127 | 21 | 247 |
| 2016 | 114 | 9 | 11 | 113 | 125 | 20 | 247 |
| **Razem** | **920** | **122** | **113** | **1278** | **1033** | **235** | **2433** |

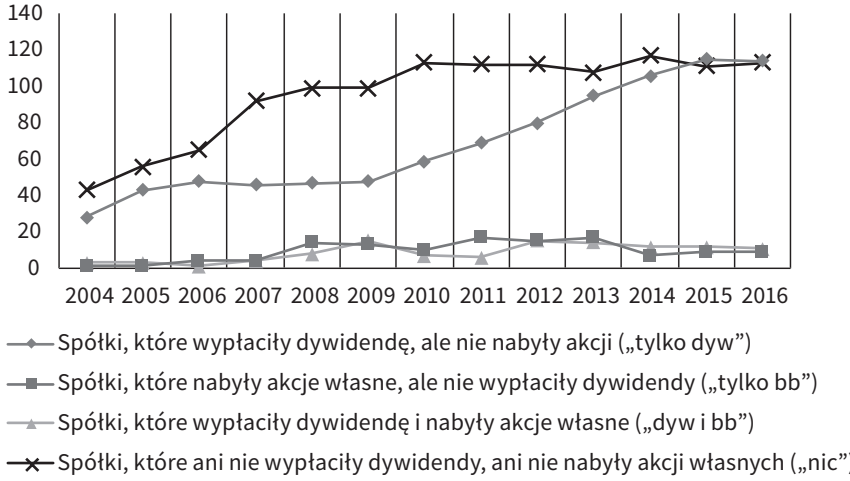
**Źródło:** opracowanie własne.

Analizując liczby obserwacji z całego okresu badawczego (tabela 4), należy podkreślić przewagę liczby spółek, które podjęły decyzję o niedzieleniu się wypracowanym zyskiem netto z akcjonariuszami (łącznie 1278 obserwacji).

W początkowych latach okresu badawczego niewielka grupa krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie nabywała akcje własne. Również stosunkowo niewiele spółek wypłacało dywidendy. Wzrost zainteresowania nabywaniem akcji własnych był szczególnie zauważalny w latach 2008–2009 oraz w roku 2011. Mogło to być związane z rozwijającym się od połowy 2007 roku kryzysem na rynkach finansowych – spółki próbowały przeciwdziałać niedowartościowaniu spowodowanemu spadkami na giełdzie przez nabywanie akcji własnych.

Liczba spółek, które zarówno płaciły dywidendę, jak i nabywały w danym roku akcje własne („dyw i bb") jest zbliżona do liczby spółek tylko nabywających akcje własne („tylko bb") – odnotowano niewiele obserwacji w początkowych latach, zaobserwowano wzrost ich liczby w latach 2008–2009 oraz 2012–2013. Oznacza to, że niewiele spółek realizowało wypłaty na rzecz akcjonariuszy, wykorzystując obie analizowane formy wypłat.

Zgodnie z przewidywaniami największą grupę wśród spółek dzielących się zyskiem z akcjonariuszami stanowią spółki, które dokonywały wypłat inwestorskich jedynie przez dywidendy pieniężne („tylko dyw"). Od roku 2009 obserwuje się wyraźny trend wzrostowy liczby spółek dzielących się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem netto (wykres 1).



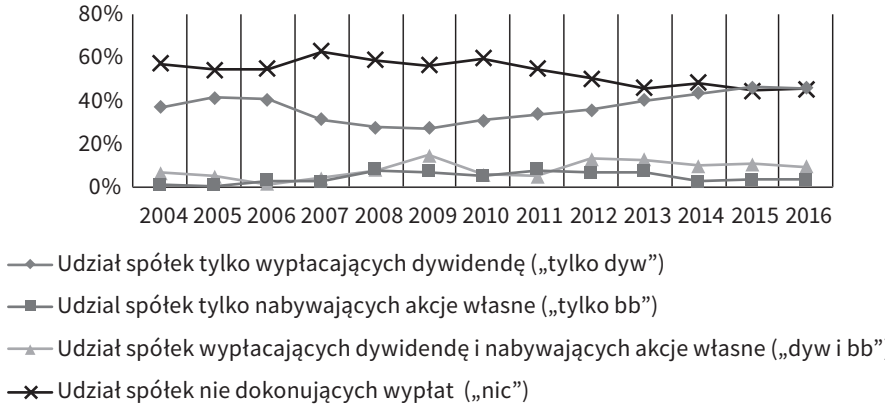

**Wykres 1.** Liczba przyjętych do badania polskich niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, stosujących różne modele wypłat w latach 2004–2016

**Źródło:** opracowanie własne.

Kolumna F w tabeli 4 przedstawia dane na temat liczby spółek, które dokonały wypłaty dywidendy (niezależnie od tego, czy nabyły również akcje własne, czy nie), kolumna G – liczbę spółek, które nabyły akcje własne (niezależnie od tego, czy wypłaciły również dywidendę, czy nie). W okresie badawczym łącznie dywidendę wypłaciły 1033 spółki, akcje własne nabyło 235 spółek. W sumie 1155 obserwacji odnosi się do modelu polityki wypłat polegającego na transferze środków na rzecz akcjonariuszy (bez względu na formę), podczas gdy 1278 obserwacji do modelu polityki wypłat polegającego na niedzieleniu się zyskiem z akcjonariuszami.

Z jednej strony widoczna jest liczbowa przewaga spółek niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy (wykres 1). Z drugiej zaś analiza trendu wskazuje, że od 2008 roku ma miejsce silniejszy wzrost liczby spółek wypłacających dywidendy w stosunku do liczby spółek nierealizujących wypłat na rzecz akcjonariuszy. Co więcej, w ostatnich dwóch latach (2015–2016) okresu badawczego liczba spółek, które podjęły decyzje o wypłacie dywidendy przewyższyła liczbę spółek, które zdecydowały o niedokonaniu wypłaty z zysku netto na rzecz swoich akcjonariuszy.

Wykres 2 przedstawia udział poszczególnych grup spółek (według modelu polityki wypłat) w ogólnej liczbie spółek przyjętych do badania.




**Wykres 2.** Odsetek niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, stosujących różne modele polityki wypłat w latach 2004–2016

**Źródło:** opracowanie własne.

Udział poszczególnych grup spółek według podejścia do polityki wypłat (tylko dywidenda, tylko nabycie akcji własnych, dywidenda i nabycie akcji własnych, brak wypłaty) w ogólnej liczbie objętych badaniem krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie podlegał różnokierunkowym zmianom.

W roku 2004 odsetek spółek dokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy tylko przez dywidendy wynosił około 37% i wykazywał trend wzrostowy do roku 2006, następnie odnotowano spadek – minimum osiągnięte zostało w roku 2009 (27%). Co istotne, od roku 2009 systematycznie wzrasta udział spółek dzielących się zyskiem netto z akcjonariuszami (tylko) przez wypłaty dywidendy pieniężnej (w 2016 około 46%).

Odwrotny trend zauważalny jest w przypadku udziału spółek niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy – z 63% w 2007 do około 45% w 2016 roku.

Odsetek spółek nabywających akcje własne, ale niewypłacających dywidendy („tylko bb") i spółek wypłacających dywidendę i nabywających akcje własne („dyw i bb") kształtuje się na dość niskim i zbliżonym poziomie poza latami 2008 oraz 2011, kiedy więcej spółek zdecydowało się na realizację polityki wypłat, stosując obie formy transferu gotówki.

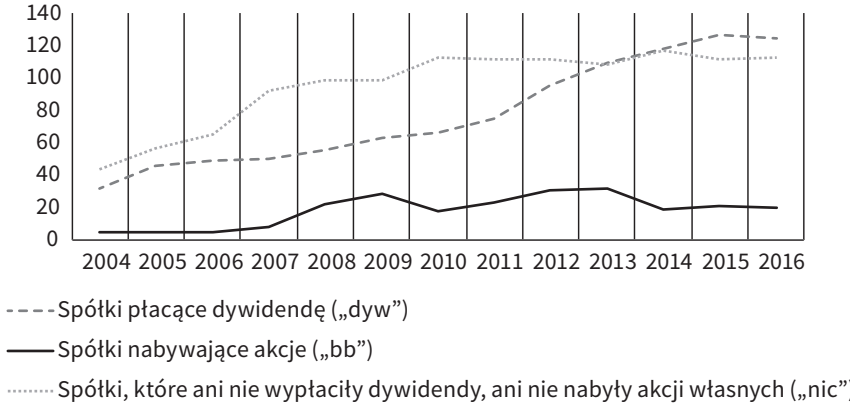
Odsetek zarówno spółek nabywających akcje własne, ale niepłacących dywidend („tylko bb"), jak i spółek wypłacających dywidendy i nabywających akcje własne („dyw i bb") również podlega różnokierunkowym zmianom w całym okresie badawczym. Jednak zauważalne jest, iż kierunki tych zmian są przeciwne w stosunku do kierunków zmian udziału spółek z grupy „tylko dyw" w ogólnej liczbie badanych podmiotów, opisanych powyżej.

Udział spółek nabywających akcje własne, ale niewypłacających dywidendy („tylko bb") jest w początkowych latach niewielki (minimum zaobserwowano w roku 2004 oraz 2005 – około 1%), w kolejnych wykazuje trend wzrostowy, aby osiągnąć swoje maksimum w roku 2008 (9%). W roku 2010 obserwowany jest spadek (5%), a następnie w 2011 wzrost do poziomu z roku 2008. Od tego roku udział spółek „tylko bb" w ogólnej liczbie badanych spółek wykazuje trend spadkowy, aby osiągnąć kolejne minimum w roku 2014 (3%).

Udział spółek określonych jako „dyw i bb" w ogólnej liczbie badanych spółek jest na początku okresu badawczego niewielki, osiągając w roku 2004 wartość 4%. W kolejnym roku wartość ta nieznacznie wzrasta, aby spaść w roku 2006 do poziomu minimalnego (1%). W kolejnych latach, podobnie jak w przypadku spółek z grupy „tylko bb", widoczny jest trend wzrostowy i również w 2009 roku funkcja przyjmuje wartość maksymalną (9%). W kolejnych dwóch latach odnotowano spadki – do poziomu 3% w roku 2011. Kolejne maksimum odnotowano w roku 2012 (7%) – od tego momentu udział spółek z grupy „dyw i bb" wykazuje trend spadkowy (4% w roku 2016).

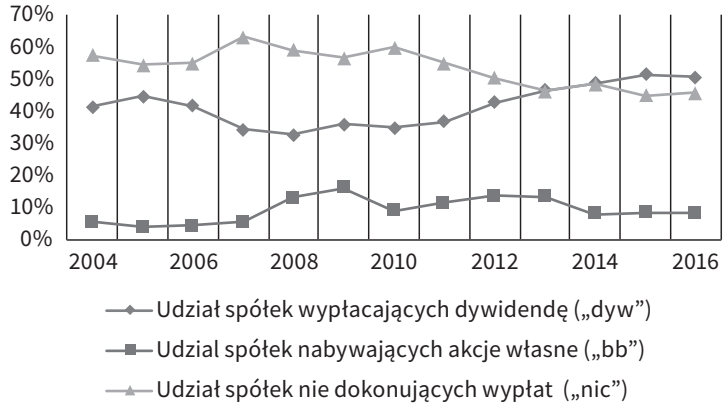
Wykres 3 przedstawia zmiany liczby niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2004–2016 według podejścia do polityki wypłat, a wykres 4 zmiany udziału poszczególnych grup spółek w podziale na trzy kategorie:

1) spółki płacące dywidendę (niezależnie od tego, czy nabyły również akcje własne),
2) spółki nabywające akcje własne (niezależnie od tego, czy wypłaciły również dywidendę),
3) spółki niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy.




**Wykres 3.** Liczba krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie płacących dywidendy, nabywających akcje oraz niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy (lata 2004–2016)

**Źródło:** opracowanie własne.




**Wykres 4.** Udział spółek płacących dywidendy, nabywających akcje oraz niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy w ogólnej liczbie badanych spółek (lata 2004–2016)

**Źródło:** opracowanie własne.

Z analizy danych przedstawionych na wykresie 3 wynika, że liczba spółek niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy wykazywała dość silny trend wzrostowy do 2009 roku. Od 2010 roku wartość tej zmiennej utrzymuje się na dość

zbliżonym poziomie. Z kolei w całym okresie badawczym silnie rosła liczba spółek wypłacających dywidendę. W roku 2014 odnotowano zrównanie się liczby analizowanych grup spółek (wypłacających dywidendę pieniężną i niedokonujących wypłat). W roku 2015 po raz pierwszy liczba spółek płacących dywidendę przewyższyła liczbę spółek nierealizujących wypłat na rzecz akcjonariuszy.

Liczba spółek nabywających akcje własne podlegała w analizowanym okresie różnorodnym zmianom, wykazując w pewnych okresach nasilenie aktywności spółek w realizacji programów typu *buyback*.

Z analizy danych przedstawionych na wykresie 4 wynika, że – po pierwsze – malał odsetek spółek wybierających model polityki wypłat, polegający na niedokonywaniu transferu zysku na rzecz akcjonariuszy. W szczytowym 2007 roku ponad 63% spółek nie dzieliło się zyskiem z akcjonariuszami, w roku 2016 jedynie 45%. Po drugie – wzrastał udział spółek płacących dywidendę. Po okresie dużego spadku w latach 2007–2008 zauważalny jest wzrost odsetka spółek realizujących politykę wypłat przez płatności dywidendowe. Od roku 2014 odsetek spółek wypłacających dywidendę przewyższał odsetek spółek nierealizujących wypłat na rzecz akcjonariuszy. Po trzecie – odsetek spółek nabywających akcje własne kształtował się na dość niskim, nieprzekraczającym 10% poziomie. Wzrost zainteresowania tą formą polityki wypłat zauważalny był w latach 2008–2009.

Podsumowując, analiza danych uprawnia do wnioskowania, że w latach 2004–2016 wśród analizowanych niefinansowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie wzrasta znaczenie polityki wypłat, przy czym wypłaty dywidend są wciąż dominującą formą transferu zysku netto na rzecz akcjonariuszy. Znaczenie programów nabywania akcji własnych w realizacji polityki wypłat jest wciąż niewielkie.

## 3.4. Analiza wypłat na rzecz akcjonariuszy niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie

Tabela 5 przedstawia wielkości kwot wypłaconych przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w postaci dywidend pieniężnych lub przez programy nabywania akcji własnych w latach 2004–2016.

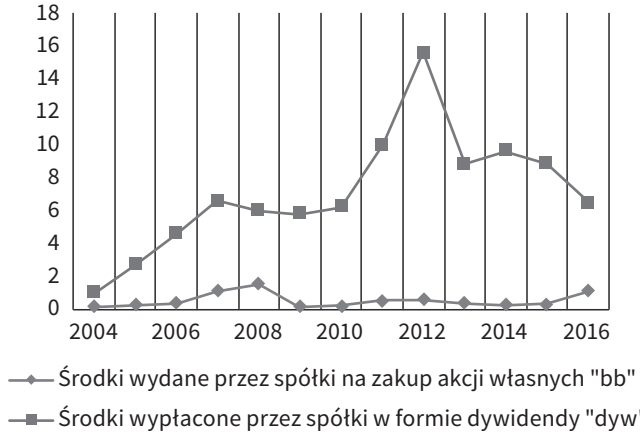
Dane przedstawione w tabeli 5 pokazują, że w początkowych latach okresu badawczego relatywnie niewielkie kwoty zostały wypłacone akcjonariuszom przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie. W roku 2004 drogą programów nabywania akcji własnych wypłacono nieco ponad 144 mln złotych (około 13% łącznych wypłat), przez dywidendy około 964 mln złotych (około 87% sumy wypłat).

**Tabela 5.** Wypłaty na rzecz akcjonariuszy (dywidendy oraz nabycia akcji własnych) zrealizowane przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (2004–2016)

| Rok | Środki wydane przez spółki na zakup akcji własnych („bb”) | | | Środki wydane przez spółki w formie dywidendy („dyw”) | | | Kwota łączna wypłat („bb i dyw”) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Kwota (tys. zł) | Stopa zmian (%) | Udział w kwocie łącznej (%) | Kwota (tys. zł) | Stopa zmian (%) | Udział w kwocie łącznej (%) | Kwota (tys. zł) |
| 2004 | 144 637 | | 13,04 | 964 416 | | 86,96 | 1 109 053 |
| 2005 | 271 888 | 87,98 | 9,19 | 2 685 605 | 178,47 | 90,81 | 2 957 493 |
| 2006 | 370 630 | 36,32 | 7,42 | 4 621 192 | 72,07 | 92,58 | 4 991 822 |
| 2007 | 1 070 868 | 188,93 | 13,98 | 6 587 679 | 42,55 | 86,02 | 7 658 547 |
| 2008 | 1 512 824 | 41,27 | 20,19 | 5 981 655 | –9,20 | 79,81 | 7 494 479 |
| 2009 | 152 293 | –89,93 | 2,57 | 5 780 092 | –3,37 | 97,43 | 5 932 385 |
| 2010 | 213 166 | 39,97 | 3,33 | 6 189 513 | 7,08 | 96,67 | 6 402 679 |
| 2011 | 499 480 | 134,32 | 4,76 | 9 987 255 | 61,36 | 95,24 | 10 486 735 |
| 2012 | 539 698 | 8,05 | 3,34 | 15 600 000 | 56,20 | 96,66 | 16 139 698 |
| 2013 | 327 912 | –39,24 | 3,59 | 8 811 158 | –43,52 | 96,41 | 9 139 070 |
| 2014 | 248 735 | –24,15 | 2,53 | 9 574 354 | 8,66 | 97,47 | 9 823 089 |
| 2015 | 285 476 | 14,77 | 3,13 | 8 832 003 | –7,75 | 96,87 | 9 117 479 |
| 2016 | 1 097 703 | 284,52 | 14,50 | 6 471 668 | –26,72 | 85,50 | 7 569 371 |
| **Razem** | **6 735 310** | | | **92 086 590** | | | **98 821 900** |

**Źródło:** opracowanie własne.

W kolejnych latach zauważalny jest trend wzrostowy zarówno wartości wypłat dywidend, jak i nabywania akcji własnych (wykres 5). Najwyższą stopę wzrostu w obszarze wypłat dywidend odnotowano w roku 2005 (wzrost o ponad 178% w porównaniu do roku poprzedniego). W roku 2007 zaobserwowano najwyższą stopę wzrostu w zakresie wartości nabywanych akcji własnych – o około 189% w stosunku do roku poprzedniego. Ponadto w roku 2008 wypłacono najwyższą kwotę środków na nabycia akcji własnych – około 1,5 mld złotych, jednocześnie w tym samym roku odnotowano najwyższy wskaźnik udziału środków finansujących programy nabywania akcji własnych do ogólnej sumy wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy (około 20%). Można zatem wnioskować, że w okresie kryzysu finansowego nastąpiło nasilenie aktywności badanych spółek w obszarze nabywania akcji własnych.



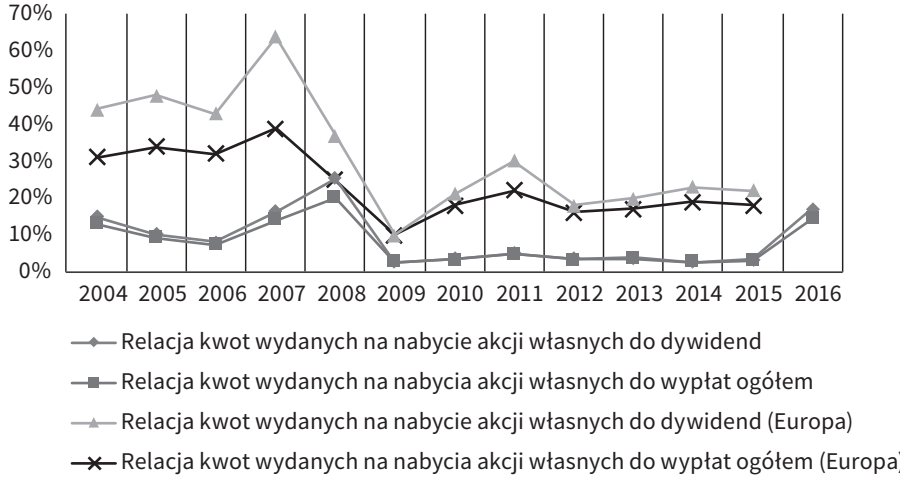

**Wykres 5.** Wartości wypłat zrealizowanych przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w postaci dywidend pieniężnych lub przez nabycie akcji własnych (2004–2016) w mld złotych

**Źródło:** opracowanie własne.

Najwyższą kwotę środków wypłaconych akcjonariuszom przez dywidendy zarejestrowano w roku 2012 (15,6 mld złotych). Od roku 2012 obserwuje się trend spadkowy wartości wypłat dywidend (wykres 5). Silny spadek wartości środków wypłaconych w drodze programów nabywania akcji własnych zauważalny jest w roku 2009. W kolejnych latach analizowane wielkości podlegają różnorodnym zmianom, przy czym widoczny jest wzrost zainteresowania nabywaniem akcji własnych w roku 2016.

Wykres 6 przedstawia dane na temat wielkości środków wydanych na nabycia akcji własnych w relacji do wielkości środków wypłaconych w postaci dywidend pieniężnych oraz w relacji do wypłat ogółem. Dane dla krajowych niefinansowych

spółek giełdowych zestawiono z danymi dla spółek europejskich[1] (Sakinç, 2017; Kowerski, 2017), aby tendencje zmian poddać analizie na szerszym, europejskim tle.




**Wykres 6.** Relacja środków wydanych na nabycia akcji własnych do dywidend oraz wypłat ogółem (Polska i Europa)

Uwaga: dane dla Polski dotyczą lat 2004–2016, a dla Europy lat 2004–2015.

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie wyników badania własnego oraz Sakinç, 2017 i Kowerski, 2017.

Wielkości przedstawione na wykresie 6 pokazują zmiany relacji wartości środków wydanych przez badane krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie na nabycia akcji własnych do dywidend oraz do wypłat łącznych. Należy zauważyć, że analizowane relacje zaobserwowane na rynku polskim podlegały pewnej zmienności, zwłaszcza w latach 2004–2009, jednak nie tak dużej, jak miało to miejsce w przypadku przedsiębiorstw europejskich (Sakinç, 2017; Kowerski, 2017).

Najwyższe wartości analizowanych relacji dla podmiotów z Europy odnotowano w roku 2007 (środki wydane na nabycie akcji własnych stanowiły około 64% wartości dywidend oraz 39% wypłat ogółem). W kolejnych dwóch latach analizowana wielkość podlegała trendowi spadkowemu, aby w roku 2009 osiągnąć minimum – około 10% dla obu form wypłat.

1 Analizowanych 298 największych przedsiębiorstw pochodziło z 16 krajów (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Norwegia, Portugalia, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania, Włochy) i było częścią indeksu S&P Europe 350, który obejmuje około 70% europejskiego rynku.

W przypadku spółek polskich najwyższe wartości zaobserwowano w roku 2008, czyli nieco później niż na rynku europejskim (odpowiednio około 25% i 20%). Przy tym również w roku 2009 zaobserwowano najniższą wartość analizowanych miar (około 3%). W latach 2009–2015 relacja kwot wydanych na nabycia akcji własnych do dywidend oraz do wypłat ogółem utrzymywała się na zbliżonym, kilkuprocentowym poziomie, aby odnotować wzrost w roku 2009.

Tabela 6 przedstawia wartości średnich relacji środków wydanych na nabycia akcji własnych do wypłat ogółem oraz do kwot przeznaczonych na dywidendy dla analizowanych polskich niefinansowych spółek giełdowych na tle danych z poszczególnych krajów Europy poddanych badaniu przez Sakinça (2017).

**Tabela 6.** Strategie wypłat spółek w Polsce i wybranych krajach Europy (%)

| | Środki na nabycia akcji własnych do wypłat ogółem | Środki na nabycia akcji własnych do dywidend |
|---|---|---|
| Szwajcaria | 38,4 | 62,4 |
| Dania | 36,1 | 56,6 |
| Luksemburg | 33,5 | 50,5 |
| Holandia | 32,2 | 47,5 |
| Finlandia | 27,0 | 37,0 |
| Wielka Brytania | 25,3 | 33,9 |
| Irlandia | 24,4 | 32,3 |
| Francja | 23,3 | 30,4 |
| Niemcy | 20,4 | 25,6 |
| Hiszpania | 20,1 | 25,1 |
| Austria | 18,8 | 23,1 |
| Belgia | 17,6 | 21,4 |
| Norwegia | 16,5 | 19,8 |
| Szwecja | 15,5 | 18,4 |
| Włochy | 7,1 | 7,7 |
| Portugalia | 2,0 | 2,1 |
| Polska | 6,8 | 7,3 |

**Źródło:** opracowanie własne oraz Sakinç, 2017, s. 15; Kowerski, 2017, s. 26.

Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 6, najbardziej aktywne w obszarze nabywania akcji własnych są spółki szwajcarskie – średnia relacja kwot wydanych na nabycia akcji własnych do wypłat ogółem wyniosła 38,4% (do dywidend około 62,4%). Na kolejnych miejscach plasują się Dania, Luksemburg i Holandia. Najmniej środków na nabycia akcji własnych w relacji dywidend pieniężnych (czy wypłat ogółem) przeznaczają spółki włoskie (około 7,1% oraz 7,7%), portugalskie (2% oraz 2,1%). Polska na tym tle prezentuje się dość skromnie – średnia relacja

kwot wydanych na nabycia akcji własnych do wypłat ogółem to około 6,8%, do dywidend 7,3%.

Podsumowując, wyniki analizy średnich kwot wydanych na programy typu *buyback* do wypłat ogółem czy do dywidend pozwalają na następujące wnioskowanie. Po pierwsze, spółki polskie wykorzystują programy nabywania akcji własnych, chociaż w niewielkim stopniu w porównaniu do dywidend. Po drugie, znaczenie instytucji nabywania akcji własnych w Europie jest w zdecydowanej większości krajów wyższe niż w Polsce, chociaż różni się między krajami.

Tabela 7 przedstawia kształtowanie się wartości dywidend (środków wydanych na nabycia akcji własnych) wypłaconych w danym roku do wartości zysku netto wypracowanego w roku poprzedzającym wypłatę.

**Tabela 7.** Wskaźniki wypłat krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie na rzecz akcjonariuszy w latach 2004–2016

| | Dywidendy (%) | Nabycie akcji własnych (%) | Wypłaty ogółem (%) |
|---|---|---|---|
| 2004 | 16,7 | 3,4 | 20,1 |
| 2005 | 25,9 | 5,4 | 31,4 |
| 2006 | 24,0 | 3,8 | 27,8 |
| 2007 | 22,6 | 15,0 | 37,6 |
| 2008 | 24,0 | 7,8 | 31,8 |
| 2009 | 31,3 | 9,2 | 40,5 |
| 2010 | 61,0 | 9,2 | 70,3 |
| 2011 | 65,6 | 9,4 | 75,0 |
| 2012 | 63,0 | 7,2 | 70,2 |
| 2013 | 56,9 | 12,0 | 68,9 |
| 2014 | 70,5 | 133,4 | 204,0 |
| 2015 | 73,9 | 5,0 | 78,9 |
| 2016 | 148,9 | 25,5 | 174,3 |

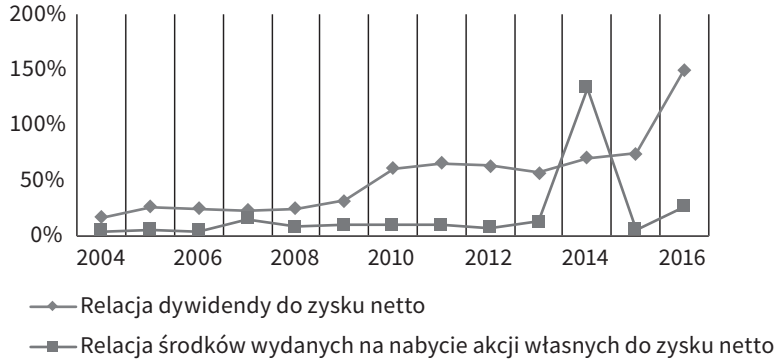
Uwaga: wskaźnik wypłaty dywidendy (wskaźnik nabycia akcji własnych/wskaźnik wypłat ogółem) liczony jest jako relacja dywidendy (środków wydanych na nabycie akcji własnych/wypłat ogółem = dywidendy + nabycia akcji własnych) wypłaconej w danym roku (również z kapitałów rezerwowych) do zysku netto za poprzedni rok.

**Źródło:** opracowanie własne.

W analizowanym okresie następował wzrost wskaźników wypłat na rzecz akcjonariuszy, realizowanych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Należy jednak zauważyć, że tempo tego wzrostu było zróżnicowane w zależności od formy wypłat. Zdecydowanie silniejsze obserwowane jest w przypadku dywidend (wykres 7).

Najniższy poziom wskaźnika wypłaty dywidendy odnotowano w roku 2004 (16,7%), najwyższy w roku 2016 (148,9%), kiedy to wypłacone dywidendy przewyższyły zyski wypracowane w roku poprzedzającym wypłatę. W takim przypadku dodatkowe środki pochodziły z kapitałów rezerwowych z lat poprzednich, tworzonych z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy. Co istotne, w całym okresie badawczym analizowana relacja wykazywała trend wzrostowy, co oznacza, że nie tylko wzrastała liczba spółek realizujących wypłaty na rzecz akcjonariuszy, ale także wskaźnik wypłaty dywidendy. Taki trend jest zbieżny z tendencją zaobserwowaną w Europie w ostatnich latach, polegającą na zwiększaniu wskaźnika wypłat dywidend (Kowerski, 2017, s. 22). Według Damodarana średnia wartość wskaźnika wypłaty dywidendy dla spółek funkcjonujących w rozwiniętych gospodarkach wynosiła w roku 2016 około 72% i była o niemal 16% wyższa niż odpowiednia średnia wielkość dla świata.

Najniższy poziom relacji środków wydanych na nabycie akcji własnych do zysku netto zaobserwowano również w roku 2004 (3,4%), podobny w 2006 (3,8%), zbliżony w 2015 (5%), a najwyższy poziom w roku 2014 (133,4%). Tak więc poza rokiem 2014, który jest na tle pozostałych pewnym ewenementem, wskaźniki wypłat realizowanych przez nabycia akcji własnych kształtują się na zbliżonym, niewielkim poziomie.



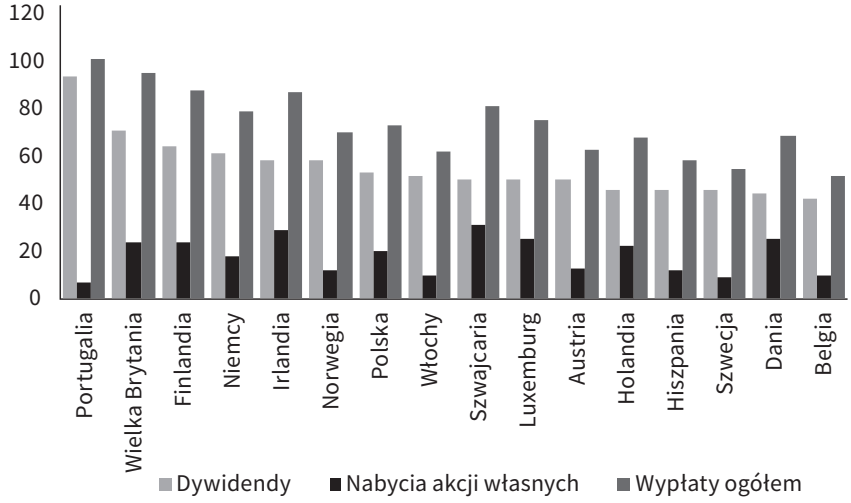

**Wykres 7.** Zmiany wskaźników wypłat na rzecz akcjonariuszy w latach 2004–2016

Uwaga: wskaźnik wypłaty dywidendy (nabywania akcji własnych) liczony jest jako relacja dywidendy (środków wydanych na nabycie akcji własnych) wypłaconej w danym roku (również z kapitałów rezerwowych) do zysku netto za poprzedni rok.

**Źródło:** opracowanie własne.

Wykres 8 przedstawia średnie wskaźniki wypłat dywidend (nabywania akcji własnych oraz wypłat ogółem) polskich niefinansowych spółek giełdowych dla okresu 2004–2016 oraz wybranych krajów europejskich dla okresu 2000–2015. Należy zauważyć, że o ile średnia relacja kwot wydanych na nabycia akcji własnych

do wypłat ogółem (około 6,8%) czy do dywidend (7,3%) plasowała się na tle europejskim dość nisko, o tyle średnie wskaźniki wypłat, w szczególności dywidend, kształtowały się na poziomie średniej europejskiej.




**Wykres 8.** Średnie wskaźniki wypłat (dywidend, nabywania akcji własnych oraz wypłat ogółem) na rzecz akcjonariuszy w Polsce i wybranych krajach Europy

Uwaga: dla Polski wyliczono średnie wskaźniki z okresu 2004–2016, dla pozostałych krajów z okresu 2000–2015 (Sakinç, 2017; Kowerski, 2017).

**Źródło:** opracowanie własne oraz Sakinç, 2017, s. 15; Kowerski, 2017, s. 26.

Najwyższe wskaźniki wypłat dywidend (wypłat ogółem) odnotowano dla Portugalii, Wielkiej Brytanii, Finlandii i Niemiec. Na kolejnych miejscach plasują się: Norwegia, Irlandia i Polska. Najwyższymi wskaźnikami wypłat na rzecz nabywania akcji własnych cechują się Szwajcaria, Irlandia, Dania, Luksemburg. Na kolejnych miejscach znajdują się: Finlandia, Wielka Brytania, Holandia i Polska.

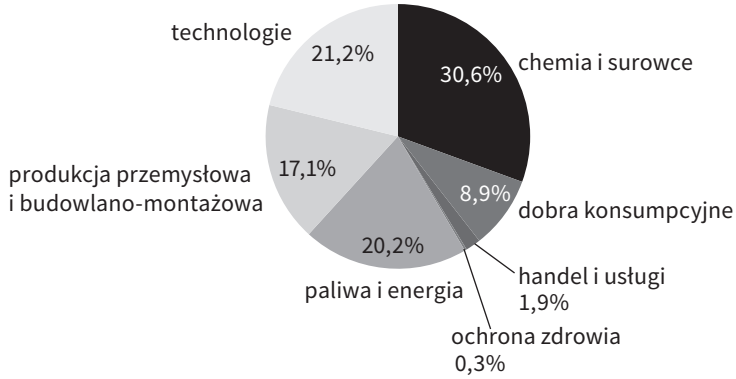
## 3.5. Sektorowa analiza wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie

Tabela 8 przedstawia wartość środków wypłaconych przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2016 przez dywidendy pieniężne lub realizację programów nabywania akcji własnych według sektorów. Analiza danych wskazuje, że łącznie analizowane spółki wypłaciły w latach 2004–2016 dywidendy o wartości niemal 93 mld złotych. Środki wydane na nabycie akcji własnych wyniosły w analizowanym okresie łącznie blisko 7 mld złotych.

**Tabela 8.** Wartość środków wypłaconych przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2016 przez wypłatę dywidendy lub nabycie akcji własnych (mln PLN) według sektorów

| Branża | Nabycie akcji własnych | Dywidenda | Sektor | Nabycie akcji własnych | Dywidenda |
|---|---|---|---|---|---|
| Chemia i surowce | 1247,89 | 28 436,35 | Chemia | 6,18 | 1 183,33 |
| | | | Drewno i papier | 100,35 | 617,28 |
| | | | Górnictwo | 1,50 | 24 900,00 |
| | | | Hutnictwo | 1127,25 | 1 613,99 |
| | | | Recykling | 1,40 | 40,50 |
| | | | Tworzywa i guma | 11,21 | 81,25 |
| Ochrona zdrowia | 89,85 | 157,84 | Ochrona zdrowia | 89,85 | 157,84 |
| | | | Biotechnologia | 0,00 | 0,00 |
| Dobra konsumpcyjne | 1 253,27 | 8 570,54 | Motoryzacja | 11,55 | 1 204,04 |
| | | | Odzież i kosmetyki | 495,24 | 1 494,19 |
| | | | Produkcja żywności | 739,86 | 5 525,27 |
| | | | Wyposażenie domu | 6,62 | 347,04 |
| Handel i usługi | 608,56 | 3 101,49 | Handel hurtowy | 13,26 | 257,78 |
| | | | Handel internetowy | 12,08 | 7,38 |
| | | | Media | 273,96 | 557,62 |
| | | | Pozostały handel i usługi | 20,09 | 34,02 |
| | | | Rekreacja i wypoczynek | 57,59 | 513,01 |
| | | | Sieci handlowe | 231,58 | 1 731,68 |
| Paliwa i energia | 676,28 | 27 200,00 | Energia | 31,28 | 17 000,00 |
| | | | Paliwa | 645,00 | 10 200,00 |
| Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa | 670,77 | 5 618,33 | Budownictwo | 496,15 | 3 295,31 |
| | | | Elektromaszynowy | 46,54 | 1 697,95 |
| | | | Transport | 0,06 | 281,68 |
| | | | Usługi dla przedsiębiorstw | 65,57 | 169,92 |
| | | | Zaopatrzenie przedsiębiorstw | 62,45 | 173,47 |
| Technologie | 2 213,50 | 19 637,78 | Informatyka | 68,71 | 2 537,78 |
| | | | Telekomunikacja | 2 144,79 | 17 100,00 |
| Razem | 6 760,12 | 92 722,33 | | 6 760,12 | 92 722,33 |

**Źródło:** opracowanie własne.

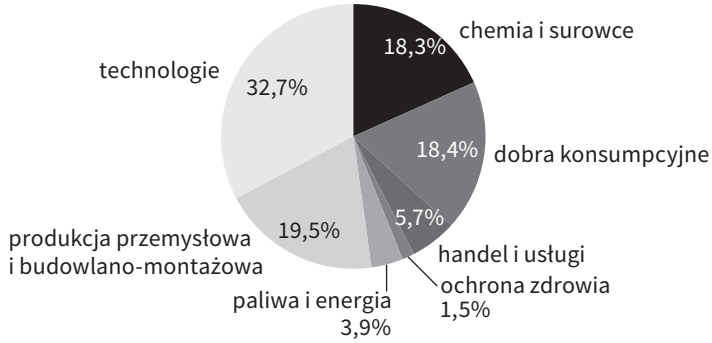



**Wykres 9.** Struktura sektorowa dywidend wypłaconych w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie

**Źródło:** opracowanie własne.

Analiza wartości (tabela 8) i struktury sektorowej (wykres 9) środków wypłaconych w formie dywidend pieniężnych w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie wskazuje, że:

1) niemal 31% wartości wypłaconych dywidend pochodziło z branży „chemia i surowce" (28,44 mld złotych), przy czym niemal 87,5% tej kwoty to płatności zrealizowane przez przedsiębiorstwa przemysłu górniczego (24,9 mld złotych);
2) po około 20% łącznych kwot dywidend wypłaciły spółki z branży „paliwa i energia" (27,2 mld złotych) oraz „technologie" (19,64 mld złotych);
3) w branży „paliwa i energia" pod względem wartości wypłaconych dywidend dominowały przedsiębiorstwa z sektora „energia" (około 17 mld złotych);
4) przedsiębiorstwa telekomunikacyjne wypłaciły najwięcej dywidend (17,1 mld złotych) w grupie „technologia";
5) udział branży „dobra konsumpcyjne" w łącznej kwocie wypłaconych dywidend stanowi niecałe 9%, przy czym dominują tu przedsiębiorstwa z sektora „produkcja żywności";
6) udział pozostałych sektorów jest w zasadzie marginalny.




**Wykres 10.** Struktura sektorowa środków wypłaconych przez nabycie akcji własnych w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie
**Źródło:** opracowanie własne.

Analiza danych przedstawionych w tabeli 8 oraz na wykresie 10, dotyczących wartości i struktury sektorowej środków wypłaconych przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie drogą nabywania akcji własnych, pokazuje, że:

1) około jedna trzecia środków wydanych przez analizowane spółki na programy nabywania akcji własnych w latach 2004–2016 pochodziła z branży „technologie" (2,14 mld złotych), z czego niemal 97% z sektora „telekomunikacja";
2) niemal co piąta złotówka wydana (około 19%) na realizację programów typu *buyback* pochodziła z branży „produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa" (670 mln złotych), z czego ponad 74% udziału w tej kwocie mają przedsiębiorstwa z sektora „budownictwo";
3) około 18% łącznej kwoty pochodzi z branż „chemia i surowce" (1,247 mln złotych) oraz „dobra konsumpcyjne" (1,253 mld złotych);
4) w ramach branży „chemia i surowce" dominują przedsiębiorstwa z sektora „hutnictwo", który wypłaciły łącznie w ramach programów nabywania akcji własnych około 1,127 mld złotych;
5) z kolei w branży „dobra konsumpcyjne" najwięcej środków na nabycie akcji własnych wydały przedsiębiorstwa produkujące żywność (około 739 mln złotych);
6) znaczenie pozostałych sektorów jest niewielkie.

## 3.6. Charakterystyka spółek według podejścia do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy

W tabeli 8 przedstawiono jednowymiarowe statystyki (średnia, mediana, odchylenie standardowe) opisujące krajowe niefinansowe spółki, które w latach 2004–2016 wybrały różne podejścia do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy.

Analizie poddano wartości następujących zmiennych:

1) *Age* – liczba lat na giełdzie w roku *t*;
2) *Assets* – wartość aktywów ogółem na koniec roku *t*;
3) *Capitalisation* – wartość kapitalizacji spółki na koniec roku *t*;
4) *Sales* – wartości przychodów spółki na koniec roku *t*;
5) *Net income* – wynik finansowy na koniec roku *t*;
6) *Cash* – wartość środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych na koniec roku *t*.

Analiza podstawowych statystyk opisowych pokazuje dość duże zróżnicowanie badanych spółek w ramach analizowanych grup. W przypadku każdej analizowanej zmiennej średnie arytmetyczne są znacząco wyższe od median, co świadczy o dodatniej i silnej asymetrii rozkładu. W takim przypadku średnie arytmetyczne są silnie zawyżoną oceną tendencji centralnej (Luszniewicz, Słaby, 2001).

Na duże zróżnicowanie poszczególnych grup spółek wskazują także każdorazowo wysokie wartości odchyleń standardowych. Potwierdzają to współczynniki zmienności, które uzyskują wysokie wartości dla wszystkich zmiennych, świadczące o dużym zróżnicowaniu obserwacji w danej grupie spółek. Na przykład analizując zmienną *Assets*, po przeliczeniu odchyleń standardowych na współczynniki zmienności wynoszą one dla poszczególnych grup spółek odpowiednio: 436%, 300%, 123%, 305%.

Uzyskane wyniki wydają się również wskazywać na pewne różnice między poszczególnymi grupami spółek w zakresie omawianych zmiennych finansowych.

W celu analizy różnic między grupami spółek kolejnym krokiem było przeprowadzenie analizy mającej zweryfikować hipotezę o jednakowym rozkładzie wartości wyżej wymienionych zmiennych w czterech grupach spółek różniących się podejściem do prowadzonej polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy (spółki niedokonujące żadnych wypłat, spółki wypłacające tylko dywidendy, spółki tylko nabywające akcje własne, spółki płacące dywidendy i nabywające akcje własne).

Z uwagi na fakt, iż wyniki analiz wskazują na występowanie odstępstw od rozkładu normalnego dla każdej z analizowanych zmiennych, w badaniu zastosowano test Kruskala-Wallisa – wskazywany jako nieparametryczna alternatywa jednokierunkowej analizy wariancji z całkowicie losowym planem badania (Aczel, 2000, s. 731). Test Kruskala-Wallisa jest analizą wariancji, w której zamiast samych

wartości obserwacji używa się ich rang. Hipotezy w teście Kruskala-Wallisa mają następującą postać:

$H_0$: wszystkie *k* populacji mają takie same rozkłady.

$H_1$: nie wszystkie *k* populacji mają takie same rozkłady.

**Tabela 9.** Statystyki opisowe wartości wybranych wskaźników finansowych dla badanych spółek według stosowanej polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy

| | | *Age* (lata) | *Assets* (mln PLN) | *Capitalisation* (mln PLN) | *Sales* (mln PLN) | *Net income* (mln PLN) | *Cash* (mln PLN) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Spółki, które ani nie wypłaciły dywidendy, ani nie nabyły akcji własnych | M | 7,02 | 1009,06 | 499,79 | 1076,66 | 21,91 | 81,15 |
| | Me | 6,00 | 153,02 | 96,50 | 157,21 | 3,68 | 9,52 |
| | STD | 5,441 | 4401,04 | 1851,57 | 6422,96 | 236,74 | 320,64 |
| Spółki, które wypłaciły dywidendę, ale nie nabyły akcji | M | 8,62 | 2942,74 | 2044,81 | 2666,29 | 140,79 | 252,40 |
| | Me | 8,00 | 336,62 | 267,37 | 419,50 | 16,74 | 21,85 |
| | STD | 5,478 | 8828,93 | 5544,26 | 8572,82 | 767,61 | 863,93 |
| Spółki, które nabyły akcje własne, ale nie wypłaciły dywidendy | M | 10,02 | 836,33 | 495,98 | 946,68 | 28,06 | 50,95 |
| | Me | 10,00 | 419,01 | 212,98 | 481,54 | 10,45 | 20,43 |
| | STD | 5,200 | 1031,60 | 606,83 | 1220,04 | 59,87 | 75,54 |
| Spółki, które wypłaciły dywidendę i nabyły akcje własne | M | 8,91 | 2426,18 | 2025,22 | 2154,60 | 148,24 | 192,60 |
| | Me | 8,00 | 347,09 | 300,89 | 473,99, | 21,33 | 24,44 |
| | STD | 4,655 | 7412,71 | 5809,51 | 4664,68 | 432,79 | 725,35 |

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki testu Kruskala-Wallisa dla każdej z analizowanych zmiennych dają podstawy do odrzucenia hipotez $H_0$, zakładającej, że wszystkie cztery populacje mają takie same rozkłady, na rzecz hipotezy alternatywnej $H_1$, która zakłada, że nie wszystkie cztery populacje mają takie same rozkłady (tabela 10).

Z uwagi na fakt, że wyniki testu Kruskala-Wallisa wskazują jedynie na występowanie różnic między populacjami, natomiast nie wskazują między którymi, kolejnym krokiem analizy było przeprowadzenie porównań wielokrotnych, tak zwanych testów *post-hoc*.

**Tabela 10.** Podsumowanie testu Kruskala-Wallisa

| Lp. | Hipoteza zerowa | *p* |
|---|---|---|
| 1. | Rozkład *Age* jest taki sam dla kategorii typ polityki wypłat | < 0,001* |
| 2. | Rozkład *Assets* jest taki sam dla kategorii typ polityki wypłat | < 0,001* |
| 3. | Rozkład *Capitalisation* jest taki sam dla kategorii typ polityki wypłat | < 0,001* |
| 4. | Rozkład *Sales* jest taki sam dla kategorii typ polityki wypłat | < 0,001* |
| 5. | Rozkład Net income jest taki sam dla kategorii typ polityki wypłat | < 0,001* |
| 6. | Rozkład Cash jest taki sam dla kategorii typ polityki wypłat | < 0,001* |

* Różnice istotne statystycznie (α = 0,05).

**Źródło:** opracowanie własne.

W tabeli 11 przedstawiono rezultaty przeprowadzonych porównań wielokrotnych, uwzględniając jedynie wyniki cechujące się istotnością statystyczną.

Analiza wyników przedstawionych w tabeli 11 pozwala na postawienie kilku wniosków na temat istnienia różnic w rozkładach wybranych zmiennych finansowych między poszczególnymi grupami spółek, różniącymi się podejściem do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy.

Po pierwsze, w przypadku każdej analizowanej zmiennej zaobserwowano występowanie różnic między grupą spółek niedokonujących wypłat na rzecz właścicieli (ani przez dywidendy, ani przez nabycia akcji własnych – grupa 0) a pozostałymi grupami. W przypadku każdej zmiennej jej poziom dla tej grupy spółek jest niższy od osiąganego przez pozostałe typy spółek.

W przypadku zmiennej *Age* zaobserwowano także występowanie różnic w zakresie rozkładów zmiennych między grupą spółek dokonujących jedynie wypłat dywidend (grupa 1) a grupą spółek tylko nabywających akcje własne (grupa 2). Wyniki badania wskazują na występowanie wyższego poziomu zmiennej *Age* dla grupy spółek tylko nabywających akcje własne.

W przypadku zmiennej *Net income* również zaobserwowano występowanie różnic w rozkładach zmiennej nie tylko między grupą spółek niedokonujących wypłat na rzecz właścicieli a pozostałymi grupami, ale także między spółkami z grupy spółek tylko nabywających akcje własne (grupa 2) a spółkami z grupy tylko wypłacającymi dywidendy (grupa 1) oraz spółkami wypłacającymi dywidendy i nabywającymi akcje własne (grupa 3). Wyniki badania wskazują, że najwyższe poziomy zysku netto charakteryzują grupę spółek zarówno wypłacających dywidendę, jak i nabywających akcje własne (grupa 3) w danym roku obrotowym, najniższe zaś spółki, które w ogóle nie dokonują wypłat (grupa 0).

Podsumowując, wyniki analizy statystycznej wydają się wskazywać, że spółki, które w ogóle nie realizują wypłat na rzecz akcjonariuszy, są młodsze w stosunku do spółek realizujących jakikolwiek typ wypłat (czy to przez dywidendy, czy na-

bywanie akcji własnych, czy też przez obie formy wypłat). Ponadto osiągają niższe przychody ze sprzedaży, wypracowują niższy poziom zysku netto oraz niższy poziom środków pieniężnych. Co więcej, ten typ spółek charakteryzuje się niższą wartością aktywów netto oraz wartością kapitalizacji, wobec czego spółki są mniejsze od spółek realizujących wypłaty na rzecz akcjonariuszy.

**Tabela 11.** Wyniki testów *post-hoc*

| | Numer porównywanych typów spółek | Statystyka testu | Błąd standardowy | Odch. statystyka testu | *p* |
|---|---|---|---|---|---|
| *Age* | 0–1 | –206,37 | 29,899 | –6,894 | 0,001* |
| | 0–3 | –275,821 | 67,556 | –4,083 | 0,001* |
| | 0–2 | –394,717 | 64,944 | –6,078 | 0,001* |
| | 1–2 | –188,580 | 66,022 | –2,856 | 0,026* |
| *Assests* | 0–1 | –341,858 | 29,941 | –11,418 | 0,001* |
| | 0–3 | –360,948 | 67,607 | –5,339 | 0,001* |
| | 0–2 | –374,532 | 64,607 | –5,339 | 0,001* |
| *Capitalisation* | 0–2 | –291,183 | 64,426 | –4,520 | 0,001* |
| | 0–1 | –419,469 | 29,647 | –14,149 | 0,001* |
| | 0–3 | –440,965 | 66,781 | –6,603 | 0,001* |
| *Sales* | 0–1 | –411,101 | 29,926 | –13,737 | 0,001* |
| | 0–3 | –419,707 | 67,554 | –6,216 | 0,001* |
| | 0–2 | –420,354 | 64,943 | –6,473 | 0,001* |
| *Net income* | 0–2 | –291,144 | 64,966 | –4,482 | 0,001* |
| | 0–1 | –509,041 | 29,938 | –17,003 | 0,001* |
| | 0–3 | –574,074 | 67,579 | –83,495 | 0,001* |
| | 2–1 | 217,896 | 66,058 | 3,299 | 0,006* |
| | 2–3 | –282,930 | 89,634 | –3,157 | 0,010* |
| *Cash* | 0–2 | –248,023 | 64,817 | –3,826 | 0,001* |
| | 0–1 | –349,252 | 29,888 | –11,685 | 0,001* |
| | 0–3 | –379,059 | 67,423 | –5,622 | 0,001* |

Uwaga: 0 – grupa spółek, niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy, 1 – grupa spółek dokonujących jedynie wypłat dywidend, 2 – grupa spółek tylko nabywających akcje własne, 3 – grupa spółek wypłacających dywidendę oraz nabywających akcje własne; *p* – prawdopodobieństwo w teście porównań parami z korektą Bonferroniego. * Różnice istotne statystycznie ($\alpha = 0,05$).

**Źródło:** opracowanie własne.

## 3.7. Podsumowanie

Wyniki analizy polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy w krajowych niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2004–2016 wskazują, że w całym okresie badawczym najczęściej stosowany był model polegający na niedokonywaniu wypłat z wypracowanego zysku netto na rzecz akcjonariuszy. Z drugiej strony z analizy trendu wynika, że od 2008 roku ma miejsce silny wzrost liczby spółek dokonujących wypłat dywidend. Co istotne, w latach 2015–2016 liczba spółek, które podjęły decyzje o wypłacie dywidendy przewyższyła liczbę spółek, które zdecydowały o niedokonaniu wypłaty z zysku netto na rzecz swoich akcjonariuszy.

Zgodnie z wynikami analiz łącznie w analizowanym okresie niefinansowe spółki wypłaciły na rzecz swoich akcjonariuszy kwotę 98,8 mld złotych, z czego 92,1 mld złotych (około 93%) w formie dywidend, 6,7 mld złotych (około 7%) przez programy nabywania akcji własnych. Analiza powyższych łącznych kwot czy analiza kwot wypłacanych w poszczególnych latach wskazują, że dywidenda była i wciąż jest dominującą formą wypłat na rzecz właścicieli. W żadnym z lat okresu badawczego środki wydane na programy nabywania akcji własnych nie przewyższyły kwot wypłaconych w formie dywidend.

W początkowych latach okresu badawczego spółki wypłacały łącznie stosunkowo niewielkie kwoty, na przykład w roku 2004 w sumie nieco ponad 1 mld złotych, z czego 13% wypłacono przez programy nabywania akcji własnych, a 87% w formie dywidend. W roku 2008 zaobserwowano najwyższą kwotę środków wydanych na nabycia akcji własnych, jednocześnie w tym samym roku odnotowano najwyższy wskaźnik udziału środków finansujących programy nabywania akcji własnych do ogólnej sumy wypłat na rzecz akcjonariuszy (około 20%). W kolejnych latach te wielkości podlegały różnorodnym zmianom, przy czym widoczny jest wzrost zainteresowania nabywaniem akcji własnych w roku 2016. Najwyższą kwotę środków wypłaconą akcjonariuszom w formie dywidend zaobserwowano w 2012 roku (15,6 mld złotych). Od roku 2012 obserwuje się trend spadkowy wartości wypłat dywidend, przy czym środki wypłacone w formie dywidend wciąż stanowią zdecydowaną część ogółu kwot wypłaconych przez spółki na rzecz akcjonariuszy (w roku 2016 – około 85%).

Analiza wartości dywidend oraz środków wypłaconych na nabycia akcji własnych w relacji do zysku netto wypracowanego przez spółki w roku poprzedzającym wypłatę wskazuje na wzrost analizowanych relacji. Jednak tempo tego wzrostu było zróżnicowane w zależności od analizowanej formy wypłat – zdecydowanie silniejsze obserwowane jest w przypadku stóp wypłat dywidendy.

Z analizy wartości i struktury sektorowej środków wypłaconych na rzecz akcjonariuszy wynikają pewne obserwacje. Największy odsetek wypłaconych dywidend

pochodzi ze spółek należących do branży „chemia i surowce" (31%), kolejno „paliwa i energia" (około 20%) oraz „technologie" (około 20%). Udział spółek z branży „dobra konsumpcyjne" w łącznej kwocie wypłaconych dywidend stanowi niecałe 9%, przy czym dominują tu producenci żywności. Badanie wskazuje, że udział pozostałych branż i sektorów jest w zasadzie marginalny.

Największy odsetek środków wypłaconych przez programy nabywania akcji własnych pochodzi ze spółek należących do branży „technologicznej" (około 33%), z czego niemal 97% z sektora „telekomunikacja". Kolejnymi branżami mającymi duży udział w łącznej kwocie środków wydanych na nabycia akcji własnych są „produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa" (około 19%) oraz „chemia i surowce" (około 18%) i „dobra konsumpcyjne" (około 18%). Znaczenie pozostałych branż jest niewielkie.

Analiza podstawowych statystyk opisowych wskazuje na dość duże zróżnicowanie badanych spółek w ramach grup wyodrębnionych według określonego podejścia do prowadzonej polityki wypłat. W przypadku każdej analizowanej zmiennej średnie arytmetyczne są znacząco wyższe od median, co świadczy o dodatniej i silnej asymetrii rozkładu. W takim przypadku średnie arytmetyczne są silnie zawyżoną oceną tendencji centralnej. Ponadto analiza testu nieparametrycznego Kruskala-Wallisa i testów *post-hoc* pozwala zaobserwować istnienie istotnych różnic w rozkładach wybranych zmiennych finansowych między wyodrębnionymi grupami spółek (niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy, płacące jedynie dywidendy, nabywające akcje własne oraz grupa spółek, które zarówno wypłacają dywidendy, jak i nabywają akcje własne). Przede wszystkim w przypadku każdej analizowanej zmiennej zaobserwowano występowanie różnic między grupą spółek niedokonujących wypłat na rzecz właścicieli a pozostałymi grupami. W przypadku każdej zmiennej jej poziom dla tej grupy spółek jest niższy od osiąganego przez pozostałe typy spółek.

Podsumowując, wyniki analiz pozwalają wnioskować, że – po pierwsze – wzrasta aktywność spółek w obszarze realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy (w roku 2015 po raz pierwszy liczba spółek płacących dywidendę przewyższyła liczbę spółek nierealizujących wypłat na rzecz akcjonariuszy w roku). Taki trend jest zgodny ze spostrzeżeniami Floyda, Li i Skinnera (2015) dla rynku amerykańskiego. Po drugie, wypłaty dywidend są dominującym elementem analizowanej polityki wypłat. Po trzecie, w analizowanym okresie odnotowano wzrost wartości wskaźników wypłat badanych spółek, zarówno w odniesieniu do dywidend, jak i nabywania akcji własnych. Taki trend jest zbieżny z tendencjami obserwowanymi dla spółek europejskich, które cechują wysokie wskaźniki wypłat dywidend i nabywania akcji własnych (Kowerski, 2017).

Ponadto rezultaty przeprowadzonych analiz wskazują, że spółki niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy w stosunku do spółek realizujących jakikolwiek typ wypłat (czy to przez dywidendy, czy nabywanie akcji własnych, czy też przez obie formy wypłat) są młodsze, charakteryzują się niższymi przychodami ze sprzedaży, niższym poziomem zysku netto oraz niższym poziomem środków pieniężnych. Analizowane spółki cechuje także niższa wartość aktywów netto oraz kapitalizacja. Można zatem wnioskować, że do grupy spółek nierealizujących wypłat na rzecz właścicieli należą spółki mniejsze, młodsze, osiągające niższy wynik finansowy.

# 4. Badanie skłonności spółek do realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy

## 4.1. Cele i hipotezy badawcze

Celem niniejszego badania jest próba identyfikacji czynników determinujących skłonność spółek do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy pieniężnej lub nabywaniu akcji własnych. Sformułowane hipotezy wynikają ze specyfiki problemu badawczego i powstały w następstwie studiów literaturowych, analizy wyników badań prowadzonych w tym zakresie przez innych badaczy oraz w efekcie własnego spojrzenia autorki na problematykę polityki wypłat spółek kapitałowych.

Jak wskazano w rozdziale drugim niniejszego opracowania, badania dotyczące modeli wypłat dywidend, czyli formy, która była historycznie dominującym sposobem transferu zysków dla akcjonariuszy, podejmowane były dużo wcześniej niż badania nad modelami wypłat w postaci nabywania akcji własnych. Model opracowany przez Lintnera (1956, s. 107–109) na podstawie wyników badań nad dominującymi wzorcami podejmowania decyzji w odniesieniu do dywidend (i w konsekwencji zatrzymanych zysków), wielokrotnie później testowany przez innych badaczy, zakłada istnienie zależności między poziomem wypłacanych przez spółkę dywidend a poziomem wypracowanego zysku netto. Zgodnie z hipotezami cytowanego autora firmy wypłacające dywidendy powinny być większe i charakteryzować się bardziej stabilnymi przepływami pieniężnymi niż przedsiębiorstwa niewypłacające. Nadmiar kapitału wynikający z niestabilnej nadwyżki przepływów pieniężnych nie powinien wpłynąć na decyzje dotyczące podjęcia wypłacania dywidendy czy wzrostu dywidendy, ale raczej na decyzje o nabyciu akcji własnych. W sytuacji posiadania przejściowej nadwyżki finansowej i wobec braku możliwości realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych spółka wypłaca gotówkę (dokonuje transferu wartości) przez nabycie akcji własnych, traktując program jako

alternatywę wobec dywidendy pieniężnej. Dywidenda jest w tym w przypadku mniej korzystna, gdyż akcjonariusze oczekują jej powtarzalności w przyszłości.

Brav i inni (2005) uważają podobnie, twierdząc, że menedżerowie niechętnie obniżają dywidendy, wygładzając ich poziom, wzrost wartości dywidend wiąże się zaś z długofalowym zrównoważonym zyskiem. Alternatywą dla zwiększania wartości wypłacanej dywidendy jest nabywanie akcji własnych, gdyż to narzędzie jest postrzegane przez menedżerów jako bardziej elastyczne (możliwość rozłożenia procesu w czasie, zawieszenia go, a nawet zaniechania przeprowadzenia już ogłoszonego programu nabycia, co nie może mieć miejsca w przypadku wypłaty dywidend). Istotnym kryterium wyboru może tu być specyfika nadwyżek finansowych realizowanych przez przedsiębiorstwo.

Istnieją zatem przesłanki do założenia, iż większe przedsiębiorstwa są bardziej skłonne do dokonywania wypłat na rzecz akcjonariuszy niż przedsiębiorstwa mniejsze. Wielkość przedsiębiorstwa jako determinanta skłonności do wypłaty gotówki została zweryfikowana w wielu badaniach (Von Eije, Megginson, 2008; Denis, Osobov, 2008), wobec czego sformułowano hipotezę, zgodnie z którą **wielkość przedsiębiorstwa ma istotny wpływ na decyzje dotyczące polityki wypłat na rzecz właścicieli (H1a w odniesieniu do dywidend, H1b w odniesieniu do nabywania akcji własnych)**.

Kolejny aspekt mogący mieć wpływ na decyzje dotyczące polityki wypłat to rentowność przedsiębiorstwa. Zgodnie z badaniami Lintnera (1956) im wyższy zysk netto wypracowany przez spółkę, tym większe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Jak zauważa Kowerski (2011a), wpływ rentowności na skłonność do wypłacania dywidendy wynika także z teorii hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*), według której pierwszym źródłem finansowania inwestycji przez spółki są kapitały wewnętrzne. W sytuacji gdy te są niewystarczające, spółki wybierają dług przed emisją akcji, z uwagi na potrzebę redukowania asymetrii informacji i kosztów agencyjnych. Zakłada się zatem, że im **mniejsza rentowność, tym mniejsze prawdopodobieństwo wypłat dla akcjonariuszy (H2a – przez dywidendy pieniężne, H2b – przez nabywanie akcji własnych)**.

Zgodnie z teorią agencji (Eastebrook, 1984; Jensen, 1986) wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa, w efekcie rozdzielenia władzy od zarządzania, może mieć miejsce konflikt interesów pryncypałów i agentów, następstwem czego jest wystąpienie kosztów agencji. Wypłacanie nadmiaru gotówki wskazywane jest jako narzędzie służące minimalizowaniu kosztów agencji, między innymi przez kontrolowanie działań menedżerów. W spółce posiadającej wolne przepływy pieniężne, przy jednoczesnym braku rentownych projektów inwestycyjnych, powinna zostać podjęta decyzja o wypłacie nadmiaru gotówki na rzecz akcjonariuszy (Grullon i inni, 2005). W związku z powyższym sformułowano hipotezę

H3, która zakłada, iż **istnienie nadwyżki finansowej sprzyja skłonności spółki do podejmowania decyzji w zakresie polityki wypłat (H3a – przez wypłaty dywidendy, H3b – przez realizację programów nabywania akcji własnych)**.

Ponadto, jak zauważa Jensen (1986), zadłużenie (którego miarą w przypadku badań Jensena była relacja wartości zadłużenia do sumy aktywów = *LR*) pomaga kontrolować koszty agencji, zmniejszając potrzebę dystrybuowania gotówki przez wypłatę dywidendy czy nabycie akcji własnych. W takim ujęciu zadłużenie i wypłaty gotówki są instrumentami substytucyjnymi. Wobec powyższego zakłada się negatywną relację między **poziomem zadłużenia przedsiębiorstwa a prawdopodobieństwem wypłaty gotówki przez spółkę (H4a – przez płatności dywidendowe, H4b – przez nabywanie akcji własnych)**.

Kolejny aspekt mogący mieć wpływ na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy lub nabycia akcji własnych przez spółkę związany jest z niepewnością przyszłych wyników spółki (Von Eije, Megginson, 2008). Zakłada się zatem, że **im większe ryzyko charakteryzujące spółkę, tym mniejsze prawdopodobieństwo realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy (H5a – przez dywidendy pieniężne; H5b – przez programy nabywania akcji własnych)**. W badaniu zastosowano dwie zmienne odnoszące się do ryzyka: odchylenie standardowe wskaźnika przychodów operacyjnych w relacji do kapitałów własnych oraz wskaźnik rocznej zmienności cen akcji.

Ponadto, opierając się na badaniach Jagannathana, Stephensa i Weisbacha (2000), należy przypuszczać, że **rodzaj (specyfika) przychodów wypracowanych przez firmę ma wpływ na wybór formy wypłat dla akcjonariuszy** – wyższy poziom przychodów operacyjnych zwiększy skłonność do wypłaty dywidendy (zmniejszy skłonność do nabywania akcji własnych) **(hipoteza H6a)**, wyższy poziom przychodów z działalności pozaoperacyjnej zmniejszy skłonność do wypłat dywidend (przeciwnie, jeżeli chodzi o nabywanie akcji własnych) (**hipoteza H6b**).

Sądzi się również, że **skłonność spółki do wypłacania dywidend (hipoteza H7a) i/lub nabywania akcji własnych (hipoteza H7b) w istotny sposób zależy od możliwości wzrostu przedsiębiorstwa (możliwości inwestycyjnych)**. Ujemna relacja między możliwościami inwestycyjnymi a skłonnością spółek do wypłacania dywidendy wynika z teorii źródeł finansowania (*pecking order theory*), według której wypracowane zyski są w pierwszej kolejności wykorzystywane na sfinansowanie projektów inwestycyjnych. Wobec tego spółki mające wysokie możliwości realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych nie będą skłonne do wypłacenia akcjonariuszom gotówki (czy to przez dywidendę, czy nabycie akcji własnych), oferując im wzrost wartości firmy w przyszłości. Taka zależność została potwierdzona między innymi w badaniach Rozeffa (1982) oraz LaPorty i innych (2000). Fama i French (2001) wyróżniają dwie zmienne wzrostu: wskaźnik *market-to-book*

*value* (*MTBV*) oraz wskaźnik określający relatywną zmianę wartości aktywów (*Ass.Gr*).

Teoria oparta na cyklu życia przedsiębiorstwa wskazuje, że w początkowych etapach cyklu życia przedsiębiorstwa realizują niewielkie wypłaty na rzecz właścicieli, ze względu na duże możliwości inwestycyjne, zwykle przekraczające ich kapitał wewnętrzny. W późniejszych etapach firmy powinny dążyć do wypłacania nadwyżki, aby minimalizować wystąpienie kosztów agencji i nieefektywnego wykorzystania wolnych przepływów pieniężnych. Badania DeAngelo, DeAngelo i Stulza (2006) pokazują, że skłonność do wypłaty dywidendy jest dodatnio powiązana ze wskaźnikiem zatrzymanych zysków, który jest wyznacznikiem cyklu życia firmy. W związku z powyższym zakłada się, że **im starsza firma, tym większe prawdopodobieństwo wypłat dla akcjonariuszy (przez dywidendy – hipoteza H8a; przez programy nabywania akcji własnych – hipoteza H8b)**. Taką zależność potwierdzili między innymi Salas i Chahyadi (2006) czy Von Eije i Megginson (2008).

Ponadto przypuszcza się, że spółki wypłacające dywidendy (nabywające akcje własne) wydają mniej środków na nabycie akcji własnych (wypłaty dywidend) – są mniej skłonne do nabywania akcji własnych (wypłaty dywidendy). Powyższą zależność w odniesieniu do nabywania akcji własnych założyła Dittmar (2000), wprowadzając jako zmienną opisującą wskaźnik kwoty dywidendy pieniężnej w relacji do wyniku finansowego spółki w roku poprzedzającym nabycie. W niniejszym badaniu zastosowano trzy grupy wskaźników mierzące relację kwot wydanych przez spółki w formie dywidendy (programu nabycia akcji własnych) do wartości zysku netto, wartości aktywów ogółem oraz wartości kapitałów własnych. Założono, że decyzje podjęte w roku poprzednim mogą mieć wpływ na bieżące decyzje w zakresie polityki wypłat. **Założono również, że spadek wartości (wzrost) środków wypłaconych na dywidendy pozytywnie (negatywnie) wpłynie na skłonność spółki do nabywania akcji własnych (efekt zastępowania dywidend programami nabywania akcji własnych – hipoteza H9a). Z kolei wzrost wartości środków wydanych przez spółki na programy nabywania akcji własnych negatywnie wpłynie na ich skłonność do wypłaty dywidendy (hipoteza H9b).**

Kolejnym aspektem mającym wpływ na decyzje dotyczące wypłat na rzecz akcjonariuszy jest wycena spółki na rynku (Brav i inni, 2005). W sytuacji gdy zarząd firmy przekonany jest o niedowartościowaniu akcji spółki, będzie podejmować działania mające na celu sygnalizowanie tego faktu i przekonanie obecnych czy potencjalnych akcjonariuszy o niewłaściwej wycenie. Zarząd, nie zgadzając się z wyceną spółki przez rynek, może ogłosić program nabycia akcji własnych, przekazując rynkowi sygnał na temat przyszłych korzystnych prognoz wyników finansowych. W związku z tym sformułowano hipotezę, która zakłada, że **niedowartościowanie**

**ma istotny pozytywny wpływ na decyzje dotyczące nabywania akcji własnych (H10a), z kolei negatywny na decyzje dywidendowe (H10b)**.

Instrumentami redukującymi problemy agencyjne są wypłaty gotówki na rzecz akcjonariuszy – albo przez wypłaty dywidendy, albo przez nabycie akcji własnych. Badania Grullona i Michaely'ego (2004) potwierdzają, że firmy nabywające akcje własne redukują poziom wydatków inwestycyjnych oraz nakładów na badania i rozwój. Ponadto zmniejszają poziom rezerw gotówkowych. Wskazywałoby to na zastosowanie programów nabywania w celu zmniejszenia nadmiaru wolnej gotówki, a zatem by zredukować powstające konflikty i koszty agencyjne. Cytowani autorzy sugerują zatem, że programy nabywania akcji własnych wiążą się z przejściem firmy z fazy wyższego wzrostu do fazy niskiego wzrostu.

W literaturze wskazuje się na szereg innych czynników, które potencjalnie wpływają na decyzje firm dokonujących wyboru między dywidendami a nabywaniem akcji własnych. Dwa takie czynniki – podatki i opcje na akcje dla pracowników – są trudne do zaobserwowania.

## 4.2. Założenia metodyczne

### 4.2.1. Wybór narzędzia badawczego

Badaniem skłonności do wypłacania dywidend lub nabywania akcji własnych objęto krajowe niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okres badawczy to lata 2004–2016. Podstawowe kryteria doboru spółek do badania zostały opisane w punkcie 3.2.

Zmienna objaśniana w niniejszym badaniu może przyjmować tylko dwie wartości:

1) wartość 1, gdy spółka wypłaciła dywidendę (nabyła akcje własne),
2) wartość 0 w sytuacji przeciwnej.

Jest to zatem zmienna dwumianowa (Gruszczyński, 2012, s. 71 i nast.).

Wybór narzędzia badawczego zastosowanego do analizy skłonności niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy i nabywania akcji własnych determinowany był z jednej strony celem badania, z drugiej zaś specyfiką zmiennej objaśnianej, ponadto wynikał z charakteru badań dotychczas prowadzonych w tym obszarze. W badaniu zastosowano model logitowy (model zmiennych dwumianowych), wskazywany jako podstawowy obok modelu probitowego (Maddala, 2006, s. 371; Gruszczyński, 2012, s. 72). Nie zastosowano podejścia panelowego – głównie ze względu na fakt, iż dane stanowiły wysoce

niezbilansowany panel, w związku z czym zasadność występowania efektów indywidualnych – stałych bądź losowych – wydaje się dużo mniejsza.

Wnioskowanie o sile i kierunku wpływu zmiennych modelu może opierać się na efektach krańcowych. Efekt krańcowej zmiany $X_j$ na wartość $p_i$ jest równy (Gruszczyński, 2012):

$$\frac{\partial p_i}{\partial X_{ji}} = \hat{a}_i p_i \left(1 - p_i\right).$$

Wobec powyższego znak oszacowania parametru stojącego przy zmiennej $X_j$ w modelu logitowym określa kierunek wpływu $X_j$ na $Y$, więc:

1) dla dodatniego $\beta_j$ wzrost $X_j$ oznacza wzrost szans na to, że $Y = 1$, spadek $X_j$ wiąże się ze spadkiem szans na to, że $Y = 1$;
2) dla ujemnego $\beta_j$ wzrost $X_j$ oznacza spadek szans na to, że $Y = 1$, spadek $X_j$ wiąże się ze wzrostem szans na to, że $Y = 1$.

Efekty krańcowe mówią zatem o zmianie prawdopodobieństwa związanej z jednostkowym wzrostem każdej zmiennej. W przypadku zmiennej niemianowanej (ln*S*) oraz zmiennych wyrażonych w ułamkach dziesiętnych przyjęto interpretację mówiącą o przyroście prawdopodobieństwa związanym ze wzrostem zmiennej o wartość odchylenia standardowego.

W niniejszym badaniu zastosowano średnie efekty krańcowe (*average marginal effects – AME*). Dla każdej obserwacji w próbie oblicza się najpierw efekt krańcowy, a następnie średnie tych efektów (szerzej Gruszczyński, 2012, s. 83 i nast.; Baum, 2006, s. 250 i nast.).

Jakość dopasowania modelu zmiennej zero-jedynkowej do danych można ocenić na przykład na podstawie mierników typu $R^2$, tak zwanych pseudo-$R^2$, można także zbadać, jaka jest trafność prognozowania na podstawie modelu. Trafność prognozowania na podstawie modelu opiera się na oszacowanym prawdopodobieństwie $\hat{p}_i$, które jest funkcją $F\left(x_i^{'}\hat{\beta}\right)$. Na tej podstawie generowana jest tablica trafności, zestawiająca prognozy modelu z faktycznymi obserwacjami. Jak zauważa Marek Gruszczyński (2012, s. 91), w próbie zbilansowanej stosowana jest standardowa zasada prognozowania, co oznacza, że tablica trafności generowana jest na podstawie domyślnego progu 0,5, czyli prognoza opiera się na założeniu, że $Y_i = 1$ dla $\hat{p} > 0,5$ oraz $Y_i = 0$ dla $\hat{p} < 0,5$. W próbie niezbilansowanej, w której udział wartości $Y = 1$ w próbie wynosi $\delta$, stosowana jest zasada optymalnej wartości granicznej (Cramer, 1999), co oznacza, że zamiast klasycznego progu stosuje się próg, który odnosi się do poziomu faktycznego odsetka obserwacji w próbie, dla których $Y_i = 1$. Prognoza opiera się na założeniu $Y_i = 1$ dla $\hat{p}_i > \delta$ oraz

$Y_i = 0$ dla $\hat{p}_i < \delta$. Wobec powyższego przy szacowaniu trafności prognozowania w niniejszym badaniu zastosowano zasadę optymalnej wartości granicznej, odnosząc się do poziomu faktycznego odsetka obserwacji w próbie, dla których $y_i = 1$.

Jeżeli $Y$ oznacza zmienną dwumianową, która może przyjmować tylko dwie wartości:

$$y_i = 1 \text{ lub } y_i = 0,$$

oraz zakładając, że prawdopodobieństwo:

$$P(y_i = 1) = p_i \text{ oraz } P(y_i = 0) = 1 - p_i,$$

wówczas model logitowy ma następującą postać:

$$logit(p_i) = \ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \ldots + \beta_j x_{ji} + \ldots + \beta_k x_{ki} + \varepsilon_i,$$

gdzie:
$Y_t$ – decyzja o wypłacie dywidendy (nabyciu akcji własnej) podjęta w roku $t$,
$p_0$ – prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy (nabycia akcji własnych),
$\ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right)$ – funkcja wiążąca (logit), określająca prawdopodobieństwo ($p$) wystąpienia badanego zjawiska w relacji do prawdopodobieństwa jego niewystąpienia ($1 - p$),
$x_{ji}$ – zmienna objaśniająca, wyrażająca $j$-tą cechę $i$-tej spółki,
$\beta_0, \ldots, \beta_k$ – parametry funkcji logistycznej,
$\varepsilon_i$ – składnik losowy.

### 4.2.2. Specyfikacja zmiennych

W badaniach dotyczących polityki dywidend, czy szerzej polityki wypłat, stosowanych jest wiele zmiennych, które potencjalnie mogą mieć wpływ na prawdopodobieństwo realizacji wypłaty przez spółkę. Głównym obszarem zainteresowań w niniejszym badaniu, podobnie jak między innymi w badaniu Jagannathana, Stephensa i Weisbacha (2000) czy Von Eije i Megginsona (2008), jest identyfikacja

czynników determinujących skłonność spółek do realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy (przez wypłatę dywidendy lub nabycie akcji własnych).

W modelu ujęto 25 zmiennych objaśniających, wykorzystywanych we wcześniejszych badaniach (m.in. Lintner, 1956; Dittmar, 2000; Jagannathan, Stephens, Weisbach, 2000; Hribar, Jenkins, Johnson, 2006; Von Eije, Megginson, 2008; Kowerski, 2011a):

1) $\ln A_{t-1}$ – logarytm naturalny aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1, przyjęty za miarę wielkości spółki (zmienna $A$ wyrażona w tys. złotych, $\ln A$ – zmienna niemianowana),
2) $\ln S_{t-1}$ – logarytm naturalny wartości sprzedaży ogółem na koniec roku $t$ – 1, przyjęty za miarę wielkości spółki (zmienna $S$ wyrażona w tys. złotych, $\ln S$ – zmienna niemianowana),
3) $\ln Cap_{t-1}$ – logarytm naturalny wartości kapitalizacji spółki na koniec roku $t$ – 1, przyjęty za miarę wielkości spółki (zmienna $Cap$ wyrażona w tys. złotych, $\ln Cap$ – zmienna niemianowana),
4) $EA_{t-1}$ – relacja zysku operacyjnego do aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1, jako miara rentowności (%),
5) $ROE_{t-1}$ – wartość $ROE$ na koniec roku $t$ – 1, jako miara określająca rentowność (%),
6) $ROA_{t-1}$ – wartość $ROA$ na koniec roku $t$ – 1, jako miara określająca rentowność (%),
7) $CASHTA_{t-1}$ – wskaźnik wartości środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w relacji do wartości aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1, $CASH_{i(t-1)} = CAE_{i(t-1)}/TA_{i(t-1)}$, jako miara dostępności gotówki (Dittmar, 2000; Skinner, 2008; Von Eije, Megginson, 2008),
8) $OP.INC_{t-1}$ – wartość przychodów operacyjnych w roku $t$ – 1 do wartości kapitałów ogółem na koniec roku $t$ – 1, jako miara przychodów operacyjnych (%),
9) $NON.OP.INC_{t-1}$ – wskaźnik wartości przychodów nieoperacyjnych w roku $t$ – 1 do wartości kapitałów ogółem na koniec roku $t$ – 1, jako miara przychodów nieoperacyjnych,
10) $LongLev_{t-1}$ – wartość wskaźnika zadłużenia długoterminowego do wartości aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1, jako miara zadłużenia (%),
11) $Lev_{t-1}$ – wartość zadłużenia ogółem do wartości aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1, jako miara zadłużenia (%),
12) $SDOI_{t-1}$ – odchylenie standardowe wskaźnika $OP.INC$ dla pięciu lat poprzedzających rok $t$ – 1, jako miara ryzyka (miara niestabilności wartości przychodów operacyjnych),
13) $PriceVolat_{t-1}$ – wskaźnik rocznej zmienności cen akcji na koniec roku $t$ – 1, jako miara ryzyka (%),

14) $Div_Ass_{t-1}$ – wskaźnik wypłaty dywidendy, będący ilorazem wartości wypłaconej dywidendy do wartości aktywów ogółem,
15) $Div_Eq_{t-1}$ – wskaźnik wypłaty dywidendy, będący ilorazem wartości wypłaconej dywidendy do wartości kapitałów własnych,
16) $Div_NetInc_{t-1}$ – wskaźnik wypłaty dywidendy, będący ilorazem wartości wypłaconej dywidendy do wartości zysku netto,
17) $BB_Ass_{t-1}$ – wskaźnik wartości środków wydanych na zakup akcji własnych do wartości aktywów ogółem,
18) $BB_Eq_{t-1}$ – wskaźnik wartości środków wydanych na zakup akcji własnych do wartości kapitałów własnych,
19) $BB_NetInc_{t-1}$ – wskaźnik wartości środków wydanych na zakup akcji własnych do wartości zysku netto,
20) $CAPEX_{t-1}$ – średnia wartość wydatków inwestycyjnych (*CAPEX*) do wartości aktywów ogółem na koniec roku $t - 1$, jako miara dojrzałości spółki (%),
21) $RETE_{t-1}$ – wartość zysków zatrzymanych w relacji do kapitałów własnych na koniec roku $t - 1$, jako miara dojrzałości (DeAngelo, DeAngelo, Stulz, 2006; Von Eije, Megginson, 2008) (%),
22) $MTBV_{t-1}$ – wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej na koniec roku $t - 1$, jako miara możliwości wzrostu spółki,
23) $AssGr_{t-1}$ – stopa wzrostu wartości aktywów w okresie pięcioletnim na koniec roku $t - 1$ (%),
24) $AGE_{t-1}$ – liczba lat na giełdzie w roku $t - 1$, jako miara określająca wiek (dojrzałość) spółki (lata),
25) $RETURN_{t-1}$ – stopa zwrotu z akcji spółki na koniec roku $t - 1$, jako miara niedowartościowania (%).

## 4.3. Wyniki badania

### 4.3.1. Analiza skłonności spółek do wypłaty dywidendy

W pierwszym etapie analizy zastosowano wszystkie wymienione wyżej zmienne opisujące, uzyskując model określony jako model 1 (model wyjściowy). Następnie przeprowadzono weryfikację istotności zmiennych objaśniających, stosując procedurę eliminacji *a posteriori* (Nowak, 2012) dla poziomu istotności 0,05. Drogą kolejnych estymacji uzyskano model 6 (model optymalny), w którym istotnych na poziomie 0,05 jest dziewięć zmiennych mających wpływ na prawdopodobieństwo zajścia zdarzenia $Y = 1$, odnoszącego się do faktu, iż spółka wypłaci dywidendę.

W tabeli 12 przedstawiono wyniki estymacji kolejnych wieloczynnikowych modeli logitowych.

**Tabela 12.** Wyniki estymacji modeli logitowych skłonności do wypłaty dywidendy przez badane niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (lata 2004–2012)

| | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 | Model 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| $AGE_{t-1}$ | –0,016 | –0,007 | | | | |
| $\ln A_{t-1}$ | –0,812** | –0,479** | | | | |
| $\ln S_{t-1}$ | 0,331* | | | | 0,122* | 0,129** |
| $\ln Cap_{t-1}$ | 0,592** | 0,555*** | 0,108** | 0,105** | | |
| $EA_{t-1}$ | 0,067 | 0,057* | 0,095*** | 0,095*** | 0,100*** | 0,095*** |
| $ROE_{t-1}$ | 0,033** | 0,027** | 0,029*** | 0,029*** | 0,028*** | 0,029*** |
| $ROA_{t-1}$ | –0,021 | | | | | |
| $CASHTA_{t-1}$ | 1,610 | 1,402 | 1,963* | 2,005* | 2,336** | 2,504** |
| $OP.INC_{t-1}$ | 0,016 | 0,022 | | | | |
| $NOP.INC_{t-1}$ | –2,087 | | | | | |
| $LongLev_{t-1}$ | 0,000 | | | | | |
| $Lev_{t-1}$ | 0,098 | 0,073 | | | | |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,058*** | –0,055*** | –0,056** | –0,056*** | –0,055*** | –0,055*** |
| $PriceVolat_{t-1}$ | –0,050*** | –0,052*** | –0,056*** | –0,056*** | –0,057*** | –0,055*** |
| $Div_NetInc_{t-1}$ | 0,009 | | | | | |
| $Div_Ass_{t-1}$ | 3,921 | | | | | |
| $Div_Eq_{t-1}$ | 17,320* | 20,843*** | 20,923*** | 21,068*** | 21,311*** | 21,445*** |
| $BB_NetInc_{t-1}$ | –0,030 | | | | | |
| $BB_Ass_{t-1}$ | 11,183 | 2,902 | | | | |
| $BB_Eq_{t-1}$ | –4,582 | | | | | |
| $CAPEX_{t-1}$ | –0,018 | –0,027* | –0,027* | –0,026* | –0,021 | |
| $MTBV_{t-1}$ | –0,567*** | –0,538*** | –0,298** | –0,299*** | –0,307*** | –0,322*** |
| $RETURN_{t-1}$ | –0,243 | –0,188 | –0,007 | | | |
| $RETE_{t-1}$ | 0,002 | 0,002 | 0,001 | 0,001 | | |
| $AssGr_{t-1}$ | –0,004 | | | | | |
| Const. | 1,063 | 1,294 | 0,334 | 0,346 | 0,081 | –0,180 |
| Liczba obserwacji | 1117 | 1198 | 1200 | 1204 | 1203 | 1211 |
| Pseudo $R^2$ | 0,3310 | 0,3340 | 0,3279 | 0,3271 | 0,3249 | 0,3243 |

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Należy zauważyć, że kolejne modele szacowano na mniejszej liczbie obserwacji niż próba badawcza (od 1117 do 1211 obserwacji), co wynikało po pierwsze z zastosowania zmiennych opóźnionych. Ponadto duży ubytek liczby obserwacji związany był z brakiem danych dla dwóch zmiennych – $SDOI_{t-1}$ oraz $PriceVolat_{t-1}$.

Przeprowadzone analizy modeli logitowych pozwalają na postawienie kilku wniosków dotyczących czynników mogących determinować prawdopodobieństwo podjęcia przez analizowane spółki decyzji o wypłacie dywidendy pieniężnej w latach 2004–2016[1].

Po pierwsze, uzyskane wyniki wskazują, zgodnie z założeniami, na istnienie pozytywnej, statystycznie istotnej zależności między wielkością spółki ($\ln S_{t-1}$) a podjęciem decyzji o wypłacie dywidendy ($\beta = 0{,}129$ i $p = 0{,}009$). Zmienną, która najlepiej opisuje wielkość w niniejszym badaniu jest $\ln S_{t-1}$ (logarytm naturalny wartości sprzedaży w roku $t - 1$). Takie wyniki pozwalają na pozytywne zweryfikowanie hipotezy H1a. Ponadto są one zgodne z wynikami badań prowadzonych na innych rynkach (m.in. Denis, Osobov, 2008; Von Eije, Megginson, 2008).

Po drugie, potwierdzono dodatnią, statystycznie istotną zależność między rentownością spółki opisywaną przez zmienne $EA_{t-1}$ i $ROE_{t-1}$ a jej skłonnością do wypłaty dywidendy pieniężnej. Wartości oszacowanych parametrów przy tak zdefiniowanych zmiennych opisujących były dodatnie (odpowiednio $\beta = 0{,}095$ i $\beta = 0{,}029$) i istotne na poziomie istotności $p < 0{,}001$. Zgodnie z założeniami i teorią źródeł finansowania wyższa rentowność zwiększa prawdopodobieństwo wypłacenia przez spółkę dywidendy pieniężnej w kolejnym roku obrotowym. Odnosząc się do zmiennych zastosowanych w badaniu, im wyższa relacja zysku operacyjnego do wartości aktywów ogółem uzyskana przez spółkę, czyli im większe zdolności spółki do generowania zysku na poziomie operacyjnym, tym większe prawdopodobieństwo podjęcia decyzji o wypłacie dywidendy. Odnosząc się do drugiej zmiennej ($ROE_{t-1}$), im większa wartość zysku netto przypadającego na jednostkę kapitałów własnych, tym większa szansa na wypłatę dywidendy pieniężnej. Na istotność zysku netto wypracowanego przez spółkę zwracał uwagę już Lintner (1956). Wpływ rentowności (*EA*) potwierdzili Salas i Chahyadi (2006) dla spółek amerykańskich, podobnie DeAngelo, DeAngelo i Stulz (2006), a także Denis i Osobov (2008), badający determinanty decyzji dywidendowych dla USA, Francji, Japonii, Niemiec i Wielkiej Brytanii, czy Von Eije i Megginson (2008), badający decyzje o wypłatach dywidend i nabywaniu akcji własnych przez spółki 15 państw starej Unii Europejskiej. Wynik badania pozwala na pozytywne zweryfikowanie hipotezy H2 w odniesieniu do wypłaty dywidendy pieniężnej.

Po trzecie, zaobserwowano dodatnią, statystycznie istotną zależność między wskaźnikiem $CASHTA_{t-1}$ (miara odnosząca się do poziomu gotówki wypracowanej przez spółkę w relacji do wartości aktywów ogółem w roku $t - 1$) a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy w kolejnym roku. Parametr oszacowany dla wyżej opisanej zmiennej ($\beta = 2{,}504$) był istotny na poziomie $p < 0{,}002$. Tym samym nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy H3a. Taki rezultat badania oznacza, że im wyższa nadwyżka

1 Wartości parametrów omawiane poniżej dotyczą modelu 6, uznanego za optymalny.

finansowa uzyskana przez spółkę w danym roku, tym większe prawdopodobieństwo wypłacenia przez nią dywidendy w kolejnym roku obrotowym. Powyższy wynik jest przeciwstawny do rezultatów badania Von Eije i Megginsona (2008), którzy otrzymali – wbrew założeniom – parametr ujemny ($\beta = -2{,}319$, $p < 0{,}001$).

Po czwarte, wynik regresji logistycznej wskazuje, że poziom ryzyka w istotny sposób determinuje prawdopodobieństwo wypłacenia przez spółkę dywidendy pieniężnej. Badanie potwierdziło istnienie ujemnej zależności między zmiennymi $SDOI_{t-1}$ (odchylenie standardowe wartości przychodów operacyjnych do wartości kapitałów ogółem na koniec roku $t - 1$) oraz $PriceVolat_{t-1}$ (wskaźnik rocznej zmienności cen akcji na koniec roku $t - 1$) a skłonnością danej spółki do wypłaty dywidendy (wielkości parametrów na tym samym poziomie $\beta = -0{,}055$), istotne na poziomie $p < 0{,}001$. Taki wynik potwierdza hipotezę H5a, zgodnie z którą założono, że większa zmienność notowań oznacza większą niepewność dotyczącą przyszłych wyników spółki, przyszłych kursów akcji, wobec czego może negatywnie wpływać na skłonność spółki do podejmowania decyzji o wypłatach na rzecz akcjonariuszy. Tak więc im wyższe ryzyko, tym mniejsze prawdopodobieństwo wypłacenia dywidendy.

Po piąte, uzyskano potwierdzenie istnienia negatywnej, statystycznie istotnej zależności między zmienną $MTBV_{t-1}$ a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy pieniężnej. Parametr $\beta$ oszacowany dla tej zmiennej wynosi $-0{,}322$ ($p < 0{,}001$). Taki wynik wskazuje, że im wyższy wskaźnik *MTBV* (*market-to-book-value*), czyli im większe są możliwości wzrostu przedsiębiorstwa, tym mniejsze prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Taki rezultat odnosi się do teorii źródeł finansowania, zgodnie z którą spółka w pierwszej kolejności wykorzystuje wypracowane zyski na sfinansowanie projektów inwestycyjnych. Wobec tego spółki mające wysokie możliwości realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych nie będą skłonne do wypłacania dywidend. Powyższa relacja została wcześniej potwierdzona dla USA, Kanady, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Francji i Japonii (Denis, Osobov, 2008), a także dla 15 krajów starej Unii (Von Eije, Megginson, 2008). Podsumowując, powyższe rezultaty pozwalają na pozytywne zweryfikowanie hipotezy H7a.

Ponadto wyniki badania wskazują na istnienie pozytywnej, statystycznie istotnej zależności między zmienną $Div_Eq_{t-1}$ a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy ($\beta = 21{,}445$, $p < 0{,}001$). Istnienie takiej relacji oznacza, że im wyższa wartość kwoty przeznaczonej na dywidendy w relacji do kapitałów własnych spółki, tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w kolejnym roku, co odnosi się do hipotezy H9a.

Badanie nie pozwoliło na pozytywne zweryfikowanie statystycznie istotnej zależności między zmienną objaśnianą a zmiennymi określającymi dojrzałość spółek: $AGE_{t-1}$ (liczba lat na giełdzie w roku $t - 1$) oraz $RETE_{t-1}$ (wartość zysków zatrzymanych w relacji do kapitałów własnych na koniec roku $t - 1$). Zmienna *RETE* testowana była w badaniach DeAngelo, DeAngelo i Stulza (2006), którzy

analizowali znaczenie teorii cyklu życia dla podejmowania decyzji o wypłatach dywidend przez niefinansowe spółki notowane na NYSE, Nasdaq i Amex w latach 1973–2002. Wyniki badania potwierdziły dodatnią, statystycznie istotną zależność między wielkością *RETE* a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy. Tym samym autorzy podkreślali znaczenie teorii cyklu życia w objaśnianiu skłonności do wypłaty dywidendy przez spółki, wiążąc tę skłonność z etapem cyklu życia, na którym znajduje się przedsiębiorstwo.

W badaniach Von Eije i Megginsona (2008), w których analizowano nie tylko skłonność spółek do wypłaty dywidendy, ale także nabywania akcji własnych, oprócz szeregu innych zmiennych zastosowano zmienną zaproponowaną przez DeAngelo, DeAngelo i Stulza (2006). Podobnie jak w niniejszym badaniu nie potwierdzono statystycznej istotności zmiennej *RETE*, potwierdzono zaś istotność zmiennej *AGE*.

W kolejnym etapie badania przeprowadzono analizę regresji logistycznej z uwzględnieniem zmiennych opisujących, opisanych w modelu 6 dla całego okresu badawczego oraz dla trzech podokresów, aby sprawdzić, czy wpływ poszczególnych zmiennych na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy zmienia się w czasie. Cały okres 2004–2016 podzielono na następujące podokresy: 2004–2007, 2008–2011 oraz 2012–2016.

Tabela 13 przedstawia wyniki regresji logistycznej dla okresu 2004–2016 oraz trzech podokresów: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016.

**Tabela 13.** Wyniki estymacji modeli logitowych dla okresu 2004–2016 oraz podokresów: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016 (skłonność do wypłaty dywidendy)

| | Model 6 | Model 7 | Model 8 | Model 9 |
|---|---|---|---|---|
| | 2004–2016 | 2004–2007 | 2008–2011 | 2012–2016 |
| $\ln S_{t-1}$ | 0,129** | 0,118 | 0,139 | 0,138* |
| $EA_{t-1}$ | 0,095*** | –0,012 | 0,136*** | 0,103*** |
| $ROE_{t-1}$ | 0,029*** | 0,038 | 0,037 | 0,024** |
| $CASHTA_{t-1}$ | 2,504** | 1,289 | 2,534 | 2,755** |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,055*** | –0,040 | –0,046 | –0,052*** |
| $PriceVolat_{t-1}$ | –0,055*** | –0,045 | –0,043* | –0,064*** |
| $Div_Eq_{t-1}$ | 21,445*** | 69,394*** | 20,860*** | 17,762*** |
| $MTBV_{t-1}$ | –0,322*** | –0,479 | –0,534** | –0,226* |
| Const. | –0,180 | –0,296 | –0,854 | –0,052 |
| Liczba obserwacji | 1211 | 115 | 310 | 786 |
| Pseudo $R^2$ | 0,3243 | 0,3679 | 0,3561 | 0,3244 |

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki regresji logistycznej w podziale na poszczególne podokresy (tabela 13) wskazują, że w ostatnim podokresie (lata 2012–2016) parametry oszacowane dla wszystkich zmiennych zastosowanych w modelu są statystycznie istotne, zachowując znaki, jak w modelu 6. Wynika to głównie z faktu, iż ten podokres obejmuje niemal 65% wszystkich obserwacji ujętych w modelu 6.

Dla okresu 2008–2011 nie potwierdzono statystycznie istotnej zależności między zmiennymi $\ln S_{t-1}$, $ROE_{t-1}$, $CASHTA_{t-1}$ i $SDOI_{t-1}$ a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy. Nie wykazano zatem wpływu tych zmiennych na skłonność spółek do wypłaty dywidendy w analizowanym okresie. Dla pierwszego podokresu (lata 2004–2007) potwierdzono statystycznie istotną zależność jedynie między zmienną $Dyw_Eq_{t-1}$ a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Należy podkreślić, że lata 2004–2007 to był wciąż okres rozwoju polskiego rynku kapitałowego i spółek na nim funkcjonujących. Co istotne, liczba obserwacji z tego okresu jest znacząco mniejsza niż w drugim czy trzecim podokresie (jedynie 115 *versus* 310 i 786), nie udało się bowiem uzyskać większej liczby wiarygodnych danych.

Wobec powyższego przeprowadzono analizę regresji logistycznej dla krótszego okresu 2008–2016, aby zweryfikować, czy dla tak określonego zakresu czasowego zostaną potwierdzone oszacowania parametrów. W tabeli 14 przedstawiono wyniki estymacji modelu 6 (lata 2004–2016), modelu 8 (2008–2011), modelu 9 (2012–2016) oraz modelu 10 (lata 2008–2016).

**Tabela 14.** Wyniki estymacji modelu 6 (lata 2004–2016), modelu 8 (2008–2011), modelu 9 (2012–2016) oraz modelu 10 (2008–2016)

| | Model 6 | Model 8 | Model 9 | Model 10 |
|---|---|---|---|---|
| | 2004–2016 | 2008–2011 | 2012–2016 | 2008–2016 |
| $\ln S_{t-1}$ | 0,129** | 0,139 | 0,138* | 0,136** |
| $EA_{t-1}$ | 0,095*** | 0,136*** | 0,103*** | 0,108*** |
| $ROE_{t-1}$ | 0,029*** | 0,037 | 0,024** | 0,028*** |
| $CASHTA_{t-1}$ | 2,504** | 2,534 | 2,755** | 2,660** |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,055*** | –0,046 | –0,052*** | –0,052*** |
| $PriceVolat_{t-1}$ | –0,055*** | –0,043* | –0,064*** | –0,059*** |
| $Div_Eq_{t-1}$ | 21,445*** | 20,860*** | 17,762*** | 18,758*** |
| $MTBV_{t-1}$ | –0,322*** | –0,534** | –0,226* | –0,281*** |
| Const. | –0,180 | –0,854 | –0,052 | –0,190 |
| Liczba obserwacji | 1211 | 310 | 786 | 1096 |
| Pseudo $R^2$ | 0,3243 | 0,3561 | 0,3244 | 0,3308 |

* $p < 0{,}05$; ** $p < 0{,}01$; *** $p < 0{,}001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki regresji logistycznej opisanej modelem 10 (lata 2008–2016) wskazują, że parametry oszacowane dla wszystkich zmiennych zastosowanych w modelu są statystycznie istotne, zachowując znaki parametrów wcześniej potwierdzonych. Współczynnik determinacji pseudo $R^2$ modelu 10 wyniósł 0,3308, w modelu 6 około 0,3243. Stosunkowo niska wartość współczynnika pseudo $R^2$ jest typowa dla modeli opartych na dużych zbiorach mikrodanych (Greene, 2002).

Konkludując, spółki wykazujące wyższą skłonność do wypłaty dywidendy (zarówno w całym okresie 2004–2016, jak i w podokresach) były w roku poprzedzającym zdarzenie większe, bardziej rentowne, posiadały więcej gotówki, charakteryzowały się niższym poziomem zmienności w obszarze przychodów operacyjnych, niższym ryzykiem inwestowania w akcje danej spółki, mniejszymi możliwościami wzrostu, wyższym poziomem wypłaconej dywidendy w relacji do wartości aktywów ogółem. Te charakterystyki skłaniają do postawienia wniosku, iż polskie spółki giełdowe nie różnią się w zakresie zachowań dotyczących polityki wypłat dywidendy pieniężnej od spółek z bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych.

Również badania ekonomicznych uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne w Polsce, zrealizowane przez Kowerskiego (2011a) na danych z okresu 1996–2009, potwierdzają, że większą skłonnością do wypłaty dywidendy wykazują się spółki bardziej rentowne, większe, dojrzalsze, o mniejszych możliwościach inwestycyjnych.

W tabeli 15 przedstawiono wartości średnich efektów krańcowych dla zmiennych objaśniających modeli 6, 8, 9 oraz 10.

**Tabela 15.** Efekty krańcowe dla zmiennych objaśniających (*AME*, średnia dla próby): modele logitowe opisujące skłonność spółek do wypłaty dywidendy

| | Model 6 2004–2016 | Model 8 2008–2011 | Model 9 2012–2016 | Model 10 2008–2016 |
|---|---|---|---|---|
| $\ln S_{t-1}$ | 0,0200** | 0,0203 | 0,0215* | 0,0209** |
| $EA_{t-1}$ | 0,0147*** | 0,0199*** | 0,0159*** | 0,0165*** |
| $ROE_{t-1}$ | 0,0045*** | 0,0053 | 0,0037** | 0,0040*** |
| $CASHTA_{t-1}$ | 0,3906** | 0,3715 | 0,4296** | 0,4096** |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,0086*** | –0,0067 | –0,0080*** | –0,0079*** |
| $PriceVolat_{t-1}$ | –0,0086*** | –0,0063* | –0,0099*** | –0,0091*** |
| $Div_Eq_{t-1}$ | 3,3459*** | 3,0582*** | 2,7696*** | 2,8890*** |
| $MTBV_{t-1}$ | –0,0502*** | –0,0782** | –0,0353* | –0,0448*** |

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Analiza efektów krańcowych dla modelu obejmującego cały okres badawczy 2004–2016 oraz modeli odnoszących się do podokresów pozwala na postawienie

kilku wniosków dotyczących siły i kierunku wpływu zmiennych modelu na zmiany prawdopodobieństwa wypłaty przez spółki dywidendy pieniężnej. Czynniki zwiększające prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy to:

1) wielkość spółki – wzrost wartości zmiennej $\ln S_{t-1}$ o 1 spowoduje wzrost prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w roku $t$ o 0,02 (model 6); powyższa zależność, w zasadzie niezmieniona wartościowo, jest wykazywana w modelach 9 oraz 10 (wartość uzyskana dla modelu 8 jest statystycznie nieodróżnialna od zera);
2) rentowność spółki – wzrost wartości zmiennej $EA_{t-1}$ o 1 p.p. przyczyni się do wzrostu prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w roku $t$ o 0,015 (model 6); podobnie w modelach 9 oraz 10, w modelu 8 opisany wpływ jest nieco wyższy (0,02); z kolei wzrost wartości zmiennej $ROE_{t-1}$ o 1 p.p. spowoduje wzrost prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w roku $t$ o 0,0045 (model 6); podobnie w modelach 9 i 10; wartość uzyskana dla modelu 8 jest statystycznie nieodróżnialna od zera;
3) dostępność gotówki – wzrost wartości zmiennej $CASHTA_{t-1}$ o 0,1 przyczyni się do wzrostu prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w roku $t$ o 0,039 (model 6); podobnie w modelu 10; w modelu 9 siła wpływu jest nieco wyższa; wartość uzyskana dla modelu 8 jest statystycznie nieodróżnialna od zera;
4) wartość środków wydanych na dywidendy do wartości kapitałów własnych – wzrost wartości zmiennej $Div_Eq_{t-1}$ o 0,1 spowoduje wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia analizowanego zdarzenia w roku $t$ o 0,33 (model 6); powyższa zależność, nieznacznie zmieniona wartościowo, jest wykazywana w pozostałych modelach, spełniając wymóg istotności statystycznej.

Z kolei czynniki zmniejszające prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy przez analizowane spółki to:

1) poziom ryzyka związanego z niestabilnością przychodów operacyjnych – wzrost wartości zmiennej $SDOI_{t-1}$ o 1 p.p. spowoduje spadek prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w roku $t$ o 0,0086; opisana zależność, nieznacznie zmieniona wartościowo, jest również wykazana w modelach 9 oraz 10, spełniając wymóg istotności statystycznej; wartość uzyskana dla modelu 8 jest statystycznie nieodróżnialna od zera;
2) poziom ryzyka związanego ze zmiennością cen akcji – wzrost wartości zmiennej $PriceVolat_{t-1}$ o 1 p.p. przyczyni się do spadku prawdopodobieństwa omawianego zjawiska w roku $t$ o 0,008 (model 6); podobnie w innych modelach;
3) możliwości wzrostu spółki – wzrost wartości zmiennej $MTBV_{t-1}$ o 1 przyczyni się do spadku prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy w roku $t$ o 0,05 (model 6); w pozostałych modelach wartości te różnią się w zależności od okresu badawczego, lecz spełniają wymóg istotności statystycznej.

Tabela 16 przedstawia ocenę trafności prognozowania na podstawie modeli logitowych opisujących skłonność spółek do wypłaty dywidendy, pozwalając na ocenę zdolności predykcyjnej modeli do klasyfikowania obserwacji do grupy $Y = 1$ (wypłacające dywidendę) oraz $Y = 0$ (niepłacące dywidendy).

**Tabela 16.** Tabela trafności dla wieloczynnikowych modeli logitowych opisujących skłonność spółek do wypłaty dywidendy

| Model | Wartości empiryczne | Wartości prognozowane | | Łączne liczebności | Czułość $Y = 1$ | Swoistość $Y = 0$ | Trafność (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | $Y = 1$ | $Y = 0$ | | | | |
| Model 6 2004–2016 | $Y = 1$ | 458 | 121 | 579 | 76,33 | 80,20 | 78,82 |
| | $Y = 0$ | 142 | 490 | 632 | | | |
| Model 8 2008–2011 | $Y = 1$ | 110 | 26 | 136 | 75,34 | 84,15 | 80,00 |
| | $Y = 0$ | 36 | 138 | 174 | | | |
| Model 9 2012–2016 | $Y = 1$ | 310 | 79 | 389 | 78,09 | 79,69 | 78,88 |
| | $Y = 0$ | 87 | 310 | 397 | | | |
| Model 10 2008–2016 | $Y = 1$ | 421 | 105 | 526 | 77,53 | 81,01 | 79,29 |
| | $Y = 0$ | 122 | 448 | 570 | | | |

Uwaga: czułość mierzy zdolność modelu do prawidłowego zaklasyfikowania jednostek posiadających wyróżnioną cechę; swoistość opisuje zdolność modelu do rozpoznania jednostek nieposiadających wyróżnionej cechy.

**Źródło:** opracowanie własne.

Analiza danych zawartych w tabeli 16 skłania do wnioskowania, że zarówno model 6 (obejmujący wszystkie lata okresu badawczego), jak i modele dla podokresów cechują się dość wysoką poprawnością klasyfikowania analizowanych obserwacji do grupy spółek, które wypłacają dywidendy ($Y = 1$) oraz spółek, które nie wypłacają dywidend ($Y = 0$). Łączna procentowa trafność prognoz (Kufel, 2011) modeli wynosi od 78,82% (model 6) do 80% (model 8), różnice między modelami są zatem niewielkie, nie przekraczają bowiem 5 p.p.

Ponadto wszystkie modele wykazują wysoką zdolność predykcyjną w obszarze identyfikowania obserwacji dotyczących spółek niewypłacających dywidend ($Y = 0$), która kształtuje się na zbliżonym poziomie, około 80%. Najniższy wynik uzyskano dla modelu 6 (80,20%), najwyższy dla modelu 8 (84,15%). Moc predykcyjna modeli do klasyfikowania obserwacji do grupy oznaczonej jako $Y = 1$ (wypłacenie dywidendy) jest nieco niższa niż dla obserwacji $Y = 0$ i waha się w granicach od 76,33% (model 6) do 80% (model 8). Podsumowując, zdolność predykcyjna analizowanych modeli kształtuje się na dość wysokim poziomie.

### 4.3.2. Analiza skłonności spółek do nabywania akcji własnych

W kolejnym etapie badania przedmiotem analizy była skłonność spółek do nabywania akcji własnych. W badaniu zastosowano te same zmienne opisujące, których użyto do badania w obszarze prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy.

Tabela 17 przedstawia wyniki kolejnych estymacji modeli regresji logistycznej analizujących prawdopodobieństwo zajścia zdarzenia polegającego na nabyciu akcji własnych.

Wyniki modeli logitowych analizujących prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia określonego jako nabycie akcji własnych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie pozwalają na postawienie następujących wniosków[2].

Po pierwsze, zgodnie z założeniami potwierdzono istnienie pozytywnej, statystycznie istotnej zależności między wielkością spółki a jej skłonnością do nabywania akcji własnych. Zmienną, która istotnie objaśnia wielkość spółki, jest $\ln A_{t-1}$ (logarytm naturalny wartości aktywów ogółem spółki na koniec roku $t - 1$). Parametr regresji logistycznej oszacowany dla tak zdefiniowanej zmiennej wynosi $\beta = 0{,}153$ ($p = 0{,}004$). Zmienna została także potwierdzona w badaniach Von Eije i Megginsona (2008) jako determinanta skłonności nabywania akcji własnych przez przedsiębiorstwa z krajów starej Unii Europejskiej. Powyższy wynik pozwala na pozytywne zweryfikowanie hipotezy H1b.

Po drugie, wynik regresji logistycznej wskazuje, że poziom zadłużenia jest czynnikiem, który w istotny sposób determinuje prawdopodobieństwo nabycia przez spółkę akcji własnych. Badanie potwierdziło istnienie ujemnej zależności między zmienną $LongLev_{t-1}$ (wskaźnik zadłużenia długoterminowego do wartości aktywów ogółem na koniec roku $t - 1$) a skłonnością spółki do realizacji programu nabywania akcji własnych (parametr $\beta = -0{,}022$, istotność na poziomie $p < 0{,}001$). Im zatem wyższe zadłużenie długoterminowe spółki, tym mniejsze prawdopodobieństwo nabycia przez nią akcji własnych, spółka ma bowiem obciążenia finansowe, które będą „konsumować" wolną gotówkę. Taki wynik daje podstawy do pozytywnego zweryfikowania hipotezy H4b, zgodnie z którą zakładano, że zadłużenie zmniejsza zarówno potrzebę, jak i możliwości dystrybuowania gotówki. Wydaje się więc, że w odniesieniu do teorii agencji zadłużenie i wypłata gotówki przez nabywanie akcji własnych stanowią narzędzia substytucyjne.

Po trzecie, potwierdzono ujemną, statystycznie istotną zależność między ryzykiem opisanym przez zmienną $SDOI_{t-1}$ a prawdopodobieństwem nabycia akcji własnych ($\beta = -0{,}029$) na poziomie istotności 0,009. Wynik ten wskazuje, że wzrost zmienności wartości przychodów operacyjnych spółki w relacji do jej kapitałów

2 Wartości parametrów omawiane poniżej dotyczą modelu 16, uznanego za optymalny.

ogółem, a zatem wzrost niepewności co do przyszłego wyniku finansowego spółki negatywnie wpływa na prawdopodobieństwo dokonywania wypłat na rzecz akcjonariuszy, w tym także przez realizację programu nabywania akcji własnych. Wydaje się to dawać podstawy do pozytywnej weryfikacji hipotezy H6b.

**Tabela 17.** Wyniki estymacji modeli logitowych skłonności do nabywania akcji własnych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (lata 2004–2016)

| | Model 11 | Model 12 | Model 13 | Model 14 | Model 15 | Model 16 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| $AGE_{t-1}$ | –0,012 | | | | | |
| $\ln A_{t-1}$ | 0,182 | 0,150** | 0,161** | 0,144* | 0,158** | 0,153** |
| $\ln S_{t-1}$ | 0,016 | | | | | |
| $\ln Cap_{t-1}$ | –0,006 | | | | | |
| $EA_{t-1}$ | 0,010 | | | | | |
| $ROE_{t-1}$ | 0,021 | 0,001 | 0,001 | | | |
| $ROA_{t-1}$ | 0,10 | | | 0,014 | 0,020 | |
| $CASHTA_{t-1}$ | –1,856 | –1,566 | –1,719 | –1,661 | | |
| $OP.INC_{t-1}$ | –0,023 | | | | | |
| $NOP.INC_{t-1}$ | 8,770 | 8,235 | 8,260 | 8,712 | | |
| $LongLev_{t-1}$ | –0,032** | –0,025** | –0,024** | –0,024** | –0,020** | –0,022*** |
| $Lev_{t-1}$ | –0,043 | | | | | |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,056* | –0,022 | –0,025** | –0,024** | –0,027* | –0,029** |
| $PriceVolat_{t-1}$ | 0,05 | | | | | |
| $Div_NetInc_{t-1}$ | 0,022 | 0,023 | 0,024 | 0,023 | 0,024 | |
| $Div_Ass_{t-1}$ | 3,015 | | | | | |
| $Div_Eq_{t-1}$ | –1,039 | | | | | |
| $BB_NetInc_{t-1}$ | 0,109 | | | | | |
| $BB_Ass_{t-1}$ | 4,849 | | | | | |
| $BB_Eq_{t-1}$ | 10,289 | 5,371*** | 15,927*** | 15,838*** | 15,561*** | 15,627*** |
| $CAPEX_{t-1}$ | –0,039 | –0,025 | –0,028 | | | |
| $MTBV_{t-1}$ | –0,001 | | | | | |
| $RETURN_{t-1}$ | –0,231 | –0,130 | | | | |
| $RETE_{t-1}$ | 0,001 | 0,002 | | | | |
| $AssGr_{t-1}$ | 0,016*** | 0,013*** | 0,013*** | 0,012*** | 0,012*** | 0,011*** |
| Const. | –3,847*** | –3,631*** | –3,676*** | –3,676*** | –3,6777*** | –3,750*** |
| Liczba obserwacji | 1120 | 1321 | 1326 | 1338 | 1364 | 1398 |
| Pseudo $R^2$ | 0,1065 | 0,0845 | 0,0845 | 0,0824 | 0,0822 | 0,0715 |

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Ponadto wynik estymacji modeli logitowych wskazuje na istnienie statystycznie istotnej zależności między zmienną $BB_Eq_{t-1}$ a skłonnością do nabycia akcji własnych ($\beta = 15{,}627$ i $p < 0{,}001$). Wobec tego należy wnioskować, że im wyższa relacja środków przeznaczonych na nabycie akcji własnych w danym roku, tym wyższe prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych przez spółkę w kolejnym roku (hipoteza H9b). Taki rezultat związany jest zapewne z faktem prowadzenia przez spółki kilkuletnich programów nabywania akcji własnych.

Zgodnie z oszacowanym modelem logitowym czynnikiem determinującym skłonność do nabywania akcji własnych jest zmienna $AssGr_5Y_{t-1}$ (stopa wzrostu wartości aktywów w ujęciu pięcioletnim, wyliczona na koniec roku $t - 1$), odnosząca się do możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Wyniki badania wskazują na istnienie statystycznie istotnej zależności między poziomem możliwości inwestycyjnych spółki a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy. Zwrócić należy jednak uwagę na dodatni, wbrew założeniom, znak parametru uzyskany w modelu 16 ($\beta = 0{,}011$, $p < 0{,}001$) i wszystkich poprzednich modelach. Tym samym wyniki badania dają podstawę do odrzucenia hipotezy H7b, która zakładała ujemną relację między możliwościami inwestycyjnymi a skłonnością spółek do realizacji programów nabywania akcji własnych. Taki związek wynika z teorii hierarchii źródeł finansowania – wypracowane zyski są w pierwszej kolejności wykorzystywane na sfinansowanie projektów inwestycyjnych, wobec czego akcjonariusz nie otrzymuje gotówki, a zamiast tego wzrasta wartość spółki w przyszłości. Tak uzyskany wynik może jednak skłaniać do innych konkluzji. Firmy mające możliwości wzrostu oraz nabywające akcje własne albo wypracowały na tyle duży zysk, że mogły zrealizować oba cele, albo inne czynniki zadecydowały o podjęciu programu nabycia akcji własnych. W wielu analizowanych przypadkach programów nabywania akcji własnych ich celem była realizacja pracowniczego programu motywacyjnego (np. spółka Simple SA – 2010 rok). Należy zauważyć, że w badaniu Von Eije i Megginsona (2008) nie potwierdzono statystycznej istotności omawianej zmiennej (w niektórych modelach znak parametru był również dodatni).

Badanie nie pozwoliło na pozytywne zweryfikowanie statystycznie istotnej zależności między zmienną objaśnianą a zmiennymi objaśniającymi opisującymi rentowność spółki, nadwyżkę finansową, rodzaj przychodów uzyskiwanych przez spółkę, wiek spółki oraz – co istotne – niedowartościowanie. Brak znaczenia niedowartościowania dla prawdopodobieństwa nabywania akcji własnych wydaje się być dość zaskakujący, tym bardziej że w wielu przypadkach, zgodnie z uchwałami walnych zgromadzeń, celem nabycia akcji było ich późniejsze umorzenie. Niedowartościowanie zostało potwierdzone w badaniach Stephensa i Weisbacha (1998), jednak już w badaniach Dittmar (2000) potwierdzenie uzyskano jedynie dla kilku lat okresu 1977–1996. Dittmar wskazuje, że brak potwierdzenia znaczenia zmiennej

*RETURN* może wynikać z metodyki jej wyliczania i sposobu analizy nabywania akcji, Stephens i Weisbach analizowali bowiem programy typu *share repurchase* kwartalnie, również wskaźnik *RETURN* analizując na koniec kwartału poprzedzającego nabycie akcji. Różnica w przyjętym okresie analizy może być przyczyną braku istotności parametru oszacowanego dla omawianej zmiennej. Być może podobnie należałoby zanalizować wskaźnik *RETURN*, badając jego wartość nie na koniec roku poprzedzającego nabycie akcji, lecz na koniec kwartału. Poza tym należałoby się zastanowić, czy datą odniesienia powinien być czas, kiedy nabyto akcje własne, czy raczej data ogłoszenia programu nabywania akcji własnych.

Ponadto należy zauważyć, że analizowane przypadki nabywania akcji własnych realizowane były zwykle na podstawie kilkuletnich programów nabywania akcji własnych. Oczywiście realizacja takiego programu mogła zostać w dowolnym momencie wstrzymana, jednak decyzja była podejmowana w konkretnym roku, na podstawie analizy sytuacji wówczas panującej.

Warto podkreślić, że w badaniach Von Eije i Megginsona (2008), analizujących determinanty skłonności spółek do wypłaty dywidendy i nabywania akcji własnych, w przypadku obszaru związanego z programami nabywania akcji własnych również potwierdzono statystyczną istotność parametrów oszacowanych dla niewielu zmiennych w porównaniu z modelem skłonności do wypłat dywidend. Ponadto zauważono, że dopasowanie danych empirycznych modeli skłonności do nabywania akcji własnych jest niższe niż modeli skłonności do wypłaty dywidend. Można zatem wnioskować, że charakter uzyskanego modelu i niewielka liczba zmiennych, których istotność statystyczną potwierdzono w badaniu, nie są specyficzne jedynie dla rynku polskiego.

W kolejnym kroku przeprowadzono analizę regresji logistycznej z uwzględnieniem zmiennych objaśniających zastosowanych w modelu 16 dla trzech podokresów, aby sprawdzić, czy wpływ poszczególnych zmiennych na prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych zmienia się w czasie. Zastosowano identyczny jak w części badania odnoszącej się do wypłat dywidend podział na następujące podokresy: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016.

Tabela 18 przedstawia wyniki regresji logistycznej dla okresu 2004–2016 oraz trzech podokresów: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016.

Dla okresu 2004–2007 nie potwierdzono statystycznie istotnej zależności między zastosowanymi w modelu zmiennymi objaśniającymi a zmienną objaśnianą. Dla okresu obejmującego czas kryzysu finansowego (2008–2011) potwierdzo-no statystycznie istotną zależność między zmienną $LongLev_{t-1}$ a prawdopodobieństwem nabycia akcji własnych ($\beta = -0{,}037$, $p = 0{,}005$), co wskazuje, iż poziom dźwigni jest silną destymulantą skłonności do realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy w formie nabywania akcji własnych, zwłaszcza wobec niesprzyjających

warunków na rynkach kapitałowych. Również parametr oszacowany dla zmiennej $BB_Eq_{t-1}$ ($\beta = 8{,}399$, $p = 0{,}030$), opisującej wielkość nakładów na nabycie akcji własnych w relacji do kapitałów własnych na koniec roku $t - 1$, jest istotny statystycznie. Ta zależność związana jest zapewne z faktem prowadzenia przez spółki kilkuletnich programów nabywania akcji własnych.

**Tabela 18.** Wyniki estymacji modeli logitowych dla okresu 2004–2016 oraz podokresów: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016 (skłonność do nabywania akcji własnych)

| | Model 16 | Model 17 | Model 18 | Model 19 |
|---|---|---|---|---|
| | 2004–2016 | 2004–2007 | 2008–2011 | 2012–2016 |
| $\ln A_{t-1}$ | 0,153** | 0,248 | 0,114 | 0,163* |
| $LongLev_{t-1}$ | –0,022*** | 0,016 | –0,037** | –0,020* |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,029** | 0,006 | –0,010 | –0,055** |
| $BB_Eq_{t-1}$ | 15,627*** | 10,987 | 8,399* | 25,398*** |
| $AssGr_{t-1}$ | 0,011*** | 0,026 | 0,007 | 0,010 |
| *Constans* | –3,750*** | –6,712* | –2,871* | –3,840*** |
| Liczba obserwacji | 1398 | 122 | 400 | 876 |
| Pseudo $R^2$ | 0,0715 | 0, 1332 | 0,0562 | 0,1022 |

* $p < 0{,}05$; ** $p < 0{,}01$; *** $p < 0{,}001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Dla okresu 2012–2016 potwierdzono istotne zależności między następującymi zmiennymi objaśniającymi: $lnA_{t-1}$, $LongLev_{t-1}$, $SDOI_{t-1}$ i $BB_Eq_{t-1}$ a zmienną objaśnianą, przy czym parametry nie zmieniły znaków. Jedynie dla zmiennej $AssGr_{t-1}$ nie potwierdzono statystycznej istotności oszacowanego w modelu parametru.

W kolejnym etapie przeprowadzono analizę regresji logistycznej z wyłączeniem okresu 2004–2007 (dla okresu 2008–2016), aby zweryfikować, czy dla tak określonego zakresu czasowego zostaną potwierdzone oszacowania parametrów. W tabeli 19 przedstawiono wyniki estymacji modelu 16 (lata 2004–2016), modelu 18 (2008–2011), modelu 19 (2012–2016) oraz modelu 20 (lata 2008–2016).

Rezultaty regresji logistycznej badającej skłonność spółek do nabywania akcji własnych w okresie 2008–2016, opisanej modelem 20, potwierdzają statystyczną istotność parametrów wszystkich zmiennych zastosowanych w modelu, przy niezmienionych (w stosunku do poprzednich modeli) znakach parametrów. Współczynnik determinacji pseudo $R^2$ dla modelu 16 wyniósł 0,0768, a dla modelu 20 wyniósł 0,0743.

Podsumowując powyższe wyniki, spółki wykazujące wyższą skłonność do nabywania akcji własnych były w okresie 2004–2016 – zgodnie z badaniami – większe,

charakteryzowały się niższym zadłużeniem, cechowało je niższe ryzyko uzyskiwania przychodów. Statystyczna istotność parametru oszacowanego dla zmiennej opisującej możliwości wzrostu przedsiębiorstwa została potwierdzona dla całego okresu i podokresu 2008–2012, być może zatem siła wpływu tej zmiennej na prawdopodobieństwo podjęcia przez spółkę decyzji o realizacji programu nabycia akcji własnych nie jest tak duża, jak początkowo sądzono.

**Tabela 19.** Wyniki estymacji modelu 16 (lata 2004–2016), modelu 18 (2008–2011), modelu 19 (2012–2016) oraz modelu 20 (2008–2016)

| | Model 16 | Model 18 | Model 19 | Model 20 |
|---|---|---|---|---|
| | 2004–2016 | 2008–2011 | 2012–2016 | 2008–2016 |
| $\ln A_{t-1}$ | 0,153** | 0,114 | 0,163* | 0,146** |
| $LongLev_{t-1}$ | –0,022*** | –0,037** | –0,020* | –0,023*** |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,029** | –0,010 | –0,055** | –0,032** |
| $BB_Eq_{t-1}$ | 15,627*** | 8,399* | 25,398*** | 17,662*** |
| $AssGr_{t-1}$ | 0,011*** | 0,007 | 0,010 | 0,010** |
| *Constans* | –3,750*** | –2,871* | –3,840*** | –3,579*** |
| Liczba obserwacji | 1398 | 400 | 876 | 1276 |
| Pseudo $R^2$ | 0,0768 | 0,0562 | 0,1022 | 0,0743 |

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

**Źródło:** opracowanie własne.

W tabeli 20 przedstawiono średnie efekty krańcowe dla zmiennych objaśniających dla modeli badających skłonność do nabywania akcji własnych.

**Tabela 20.** Efekty krańcowe dla zmiennych objaśniających (*AME*, średnia dla próby): modele logitowe opisujące skłonność spółek do nabywania akcji własnych

| | Model 16 | Model 18 | Model 19 | Model 20 |
|---|---|---|---|---|
| | 2004–2016 | 2008–2011 | 2012–2016 | 2008–2016 |
| $\ln A_{t-1}$ | 0,0150** | 0,0144 | 0,0143* | 0,0148** |
| $LongLev_{t-1}$ | –0,0021*** | –0,0047** | –0,0017* | –0,0023*** |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,0028** | –0,0010 | –0,0049** | –0,0032** |
| $BB_Eq_{t-1}$ | 1,5440*** | 1,0664* | 2,2330*** | 1,7949*** |
| $AssGr_5Y_{t-1}$ | 0,0010*** | 0,0008 | 0,0009 | 0,0011** |

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Interpretacja czynników zwiększających prawdopodobieństwo nabycia przez spółkę akcji własnych przedstawia się następująco:

1) wzrost wielkości spółki – wzrost wartości wskaźnika $\ln A_{t-1}$ o 1 spowoduje wzrost prawdopodobieństwa nabycia akcji własnych w roku $t$ o 0,015 (model 16); opisana siła wpływu, w zasadzie niezmieniona wartościowo, jest wykazywana w modelach 19 oraz 20 (wartość wyliczona dla modelu 18 jest statystycznie nieodróżnialna od zera);
2) wzrost wartości wskaźnika $AssGr_5Y_{t-1}$ o 1 p.p. spowoduje wzrost prawdopodobieństwa nabycia akcji własnych w roku $t$ o około 0,001 (model 16 oraz 20); wartości wyliczone dla modeli 18 oraz 19 są statystycznie nieodróżnialne od zera;
3) zwiększenie wartości wskaźnika $BB_Eq_{t-1}$ o 0,1 wpłynie na wzrost prawdopodobieństwa nabycia przez spółkę akcji własnych o 0,154 (model 16); w pozostałych modelach potwierdzono powyższą zależność, chociaż wartościowo nieco różną (od 0,11 do 0,22).

Czynniki zmniejszające prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych przez spółkę można zinterpretować następująco:

1) wzrost poziomu zadłużenia długoterminowego ($LongLev_{t-1}$) o 1 p.p. przyczyni się do spadku prawdopodobieństwa nabycia akcji własnych przez spółkę w roku $t$ o 0,002 (model 16); w pozostałych modelach opisana zależność również została potwierdzona, chociaż przy różnych wartościach (najwyższa dla modelu 18 odnoszącego się do lat 2008–2011, najniższa dla modelu 19 dla lat 2012–2016);
2) wzrost poziomu ryzyka związanego z niestabilnością przychodów operacyjnych ($SDOI_{t-1}$) o 1 p.p. spowoduje spadek prawdopodobieństwa realizacji programu nabycia akcji własnych w roku $t$ o 0,003 p.p. (model 16 oraz 20), o 0,005 p.p. (model 19); wartość wyliczona dla modelu 18 jest statystycznie nieodróżnialna od zera.

Tabela 21 przedstawia ocenę trafności prognozowania na podstawie modeli logitowych opisujących skłonność spółek do nabywania akcji własnych.

Analizując wyniki zaprezentowane w tabeli 21, należy zauważyć dość niski poziom trafności prognoz dla obserwacji określonych jako $Y = 1$ (nabycie akcji własnych). Wartość ta waha się od 38,41% (model 20) do 45,92% (model 19).

Relatywnie niska czułość modeli może oznaczać istnienie innych niż ujęte w modelach czynników wyjaśniających motywy podejmowania przez spółki decyzji o nabywaniu akcji własnych. Należy zauważyć, że w badaniu skoncentrowano się na zmiennych opisujących sytuację ekonomiczno-finansową poszczególnych spółek, pomijając zmienne makroekonomiczne.

Analogiczne różnice występują w obszarze swoistości: modele 16, 19 oraz 20 cechują się wysokim poziomem zdolności predykcyjnej w obszarze identyfikowania obserwacji dotyczących spółek nienabywających akcji własnych ($Y = 0$), która

kształtuje się na poziomie 86,96–89,11%. Najniższy poziom swoistości modelu uzyskano dla modelu 18 (82,61%).

**Tabela 21.** Tabela trafności dla wieloczynnikowych modeli logitowych opisujących skłonność spółek do nabywania akcji własnych

| Model | Wartości empiryczne | Wartości prognozowane | | Łączne liczebności | Czułość $Y = 1$ (%) | Swoistość $Y = 0$ (%) | Trafność (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | $Y = 1$ | $Y = 0$ | | | | |
| Model 16 2004–2016 | $Y = 1$ | 68 | 165 | 233 | 39,31 | 86,96 | 81,22 |
| | $Y = 0$ | 105 | 1100 | 1205 | | | |
| Model 18 2008–2011 | $Y = 1$ | 26 | 60 | 86 | 39,39 | 82,61 | 75,67 |
| | $Y = 0$ | 40 | 285 | 325 | | | |
| Model 19 2012–2016 | $Y = 1$ | 45 | 92 | 137 | 45,92 | 88,54 | 83,91 |
| | $Y = 0$ | 53 | 711 | 764 | | | |
| Model 20 2008–2016 | $Y = 1$ | 63 | 125 | 188 | 38,41 | 89,11 | 82,77 |
| | $Y = 0$ | 101 | 1023 | 1124 | | | |

Uwaga: czułość mierzy zdolność modelu do prawidłowego zaklasyfikowania jednostek posiadających wyróżnioną cechę; swoistość opisuje zdolność modelu do rozpoznania jednostek nieposiadających wyróżnionej cechy.

**Źródło:** opracowanie własne.

Modele 16, 19 i 20 cechuje zbliżona i dość wysoka łączna procentowa trafność prognoz, która kształtuje się na poziomie 81,22–83,91%.

## 4.4. Skłonność do prowadzenia polityki wypłat przez niefinansowe krajowe spółki giełdowe – wnioski

W tabeli 22 zestawiono wyniki poszczególnych modeli logitowych analizujących prawdopodobieństwo wypłacania dywidendy (panel A) i nabywania akcji własnych (panel B) przez krajowe niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Analiza modeli logitowych opisujących skłonność do wypłaty dywidend pieniężnych oraz skłonności do nabywania akcji własnych skłania do wyciągnięcia następujących wniosków:

1) zarówno w przypadku decyzji dywidendowych, jak i decyzji dotyczących nabywania akcji własnych potwierdzono istotność wielkości spółki jako czynnika determinującego skłonność do określonego zachowania w zakresie polityki wypłat, z tym, że w poszczególnych przypadkach inne zmienne opisujące daną cechę wykazują statystyczną istotność (odpowiednio $\ln S_{t-1}$ dla płatności dywidendowych oraz $\ln A_{t-1}$ dla nabywania akcji własnych); statystyczna istotność oszacowanych

parametrów obu zmiennych ($\ln S_{t-1}$, $\ln A_{t-1}$) została potwierdzona dla całego okresu badawczego (2004–2016) oraz ostatniego podokresu (2012–2016);

2) determinantą, która została potwierdzona w obu obszarach badania jest ryzyko związane z uzyskiwaniem przez spółkę przychodów operacyjnych ($SDOI_{t-1}$); wyniki regresji logistycznej dają podstawę do stwierdzenia, że zmienna *SDOI* (odchylenie standardowe wskaźnika *OP.INC* dla okresu pięcioletniego wyliczone na koniec roku $t$ – 1) jest istotną destymulantą polityki wypłat krajowych niefinansowych spółek giełdowych, zarówno w odniesieniu do decyzji dywidendowych, jak i w stosunku do decyzji o nabywaniu akcji własnych;
3) w badaniu uzyskano potwierdzenie, że zmienne $EA_{t-1}$ oraz $ROE_{t-1}$, opisujące rentowność spółek, determinują prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy; statystyczna istotność parametru oszacowanego dla zmiennej $EA_{t-1}$ została pozytywnie zweryfikowana dla całego okresu i dwóch ostatnich podokresów (2008–2011 oraz 2012–2016), z kolei dla zmiennej $ROE_{t-1}$ dla całego okresu i ostatniego podokresu (2012–2016); nie potwierdzono jednak wpływu tych zmiennych na skłonność spółek do nabywania akcji własnych;
4) wyniki przeprowadzonych badań wskazują, iż również poziom posiadanej gotówki ($CASHTA_{t-1}$) jest istotną stymulantą skłonności spółek do realizacji wypłat dokonywanych przez spółkę w postaci dywidend; nie potwierdzono znaczenia tej zmiennej w obszarze skłonności do nabywania akcji własnych;
5) kolejny obszar charakteryzujący sytuację finansową spółki – poziom zadłużenia – w świetle wyników regresji logistycznej wydaje się być istotną destymulantą skłonności spółek do realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy, jednak jedynie w odniesieniu do decyzji o nabywaniu akcji własnych; zmienną opisującą zadłużenie, istotną z punktu widzenia prawdopodobieństwa nabycia przez spółkę akcji własnych, jest $LongLev_{t-1}$;
6) potwierdzono istnienie negatywnej, statystycznie istotnej zależności między zmienną opisująca możliwości wzrostu spółki ($MTBV_{t-1}$), a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy; nie uzyskano potwierdzenia znaczenia tej zmiennej dla obszaru odnoszącego się do nabywania akcji własnych; co zaskakujące, dla drugiej zmiennej opisującej możliwości inwestycyjne spółek – $AssGr_{t-1}$ – uzyskano dodatnią wartość parametru β, cechującą się istotnością statystyczną;
7) ponadto wyniki badania wskazują na istnienie pozytywnej, statystycznie istotnej zależności między zmienną $Div_Eq_{t-1}$ ($BB\ Eq_{t-1}$) a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy (nabycia akcji własnych); oznacza to, że im wyższa wartość kwoty przeznaczonej na dywidendy w relacji do kapitałów własnych spółki w roku $t$ – 1 (im wyższa wartość kwoty przeznaczonej na nabycie akcji własnych w relacji do kapitałów własnych spółki w roku $t$ – 1), tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy (nabycia akcji własnych) w kolejnym roku.

**Tabela 22.** Modele logitowe skłonności do wypłacania dywidendy (panel A) i nabywania akcji własnych (panel B)

| | Panel A: skłonność do wypłaty dywidendy pieniężnej | | | | Panel B: skłonność do nabywania akcji własnych | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2004–2016 | 2004–2007 | 2008–2011 | 2012–2016 | 2004–2016 | 2004–2007 | 2008–2011 | 2012–2016 |
| $\ln S_{t-1}$ | 0,129** | 0,118 | 0,139 | 0,138* | | | | |
| $\ln A_{t-1}$ | | | | | 0,153** | 0,248 | 0,114 | 0,163** |
| $EA_{t-1}$ | 0,095*** | –0,012 | 0,136*** | 0,103*** | | | | |
| $ROE_{t-1}$ | 0,029*** | 0,038 | 0,037 | 0,024** | | | | |
| $CASHTA_{t-1}$ | 2,504** | 1,289 | 2,534 | 2,755** | | | | |
| $LongLev_{t-1}$ | | | | | –0,022*** | 0,016 | –0,037** | –0,020* |
| $SDOI_{t-1}$ | –0,055*** | –0,040 | –0,046 | –0,052*** | –0,029** | 0,006 | –0,010 | –0,055** |
| $PriceVolat_{t-1}$ | –0,055*** | –0,045 | –0,043* | –0,064*** | | | | |
| $Div_Eq_{t-1}$ | 21,445*** | 69,394*** | 20,860*** | 17,762*** | | | | |
| $BB_Eq_{t-1}$ | | | | | 15,627*** | 10,987 | 8,399* | 25,398*** |
| $MTBV_{t-1}$ | –0,322*** | –0,479 | –0,534** | –0,226* | | | | |
| $AssGr_{t-1}$ | | | | | 0,011*** | 0,026 | 0,007 | 0,010 |
| *Constans* | –0,180 | –0,296 | –0,854 | –0,052 | –3,750*** | –6,712* | –2,871* | –3,840*** |
| Liczba obserwacji | 1211 | 115 | 310 | 786 | 1398 | 122 | 400 | 876 |
| Pseudo $R^2$ | 0,3243 | 0,3679 | 0,3561 | 0,3244 | 0,0768 | 0,01332 | 0,0562 | 0,1022 |

**Źródło:** opracowanie własne.

Podsumowując powyższe analizy, należy zauważyć, że determinanty skłonności krajowych niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy są w wielu aspektach podobne do tych charakterystycznych dla bardziej rozwiniętych rynków, zwłaszcza potwierdzonych badaniem Von Eije i Megginsona (2008) dla 15 krajów starej Unii Europejskiej.

Przede wszystkim, podobnie jak w badaniach cytowanych autorów (Von Eije, Megginson, 2008), siła objaśniania modeli opisujących skłonność do nabywania akcji własnych przez spółki jest niższa niż modeli opisujących skłonność do wypłacania dywidendy. Ponadto w przypadku nabywania akcji własnych, dla mniejszej liczby zmiennych oszacowane parametry regresji logistycznej cechują się istotnością statystyczną niż w modelach odnoszącym się do prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy.

Odnosząc się do czterech zmiennych tradycyjnie wykorzystywanych do analizy prawdopodobieństwa wypłat (*SIZE*, *EA – earnings to assets ratio*, *MBF – market-to-book value*, *DAA – assets growth rate*) (Von Eije, Megginson, 2008, s. 364), niniejsze badanie wskazuje jedynie, że wielkość spółki oraz rentowność, określona zmienną *EA*, są statystycznie istotnymi determinantami zarówno skłonności do wypłaty dywidendy, jak i nabywania akcji własnych. W obu przypadkach znak parametru jest dodatni. Istotność parametru oszacowanego dla zmiennej *MTBV* została potwierdzona jedynie dla obszaru dywidendowego. Istotność parametru oszacowanego dla zmiennej opisującej stopę wzrostu aktywów została potwierdzona jedynie dla nabywania akcji własnych, jednak przy innym niż zakładano znaku.

Ponadto nie uzyskano potwierdzenia wpływu zmiennej *RETE* (wartość zysków zatrzymanych w relacji do kapitałów własnych) – miary dojrzałości spółki, dla prawdopodobieństwa realizacji przez spółki wypłat. Taki rezultat jest zbieżny z wynikami badania Von Eije i Megginsona (2008) dla krajów starej Unii Europejskiej, natomiast stoi w sprzeczności z rezultatami badań spółek amerykańskich zespołu DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006), a także wynikami międzynarodowego badania Denisa i Osobova (2008).

Nie uzyskano także potwierdzenia istotności parametru oszacowanego dla zmiennej *RETURN* (niedowartościowanie), co jest przeciwstawne do wyników badań między innymi Stephensa i Weisbacha (1998), którzy potwierdzili, że firmy nabywają akcje własne po okresie ujemnych stóp zwrotu.

## 4.5. Podsumowanie

Celem badań zaprezentowanych w niniejszym rozdziale była próba identyfikacji czynników determinujących skłonność krajowych niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do realizacji określonej polityki wypłat (przez skłonność do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy pieniężnej lub nabyciu akcji własnych). Na potrzeby badania sformułowano dziesięć hipotez. Są one z jednej strony efektem studiów literaturowych, z drugiej rezultatem analizy wyników badań prowadzonych w obszarze polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych przez innych badaczy, zarówno w Polsce, jak i na świecie. Przede wszystkim zaś są rezultatem autorskiego podejścia do kwestii polityki wypłat spółek kapitałowych.

Analizując wyniki estymacji modeli logitowych opisujących skłonność spółek do wypłaty dywidendy i nabywania akcji własnych, można wnioskować, iż wielkość spółki jest istotną determinantą polityki wypłat niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Należy przy tym zauważyć, że w przypadku polityki wypłat dywidend zmienną opisującą wielkość, której istotność potwierdzono w modelu 6 (lata 2004–2016), jest $\ln S_{t-1}$, natomiast w obszarze nabywania akcji własnych tą zmienną jest $\ln A_{t-1}$. W trakcie estymacji modeli logitowych dla podokresów potwierdzono istotność parametrów oszacowanych dla powyższych zmiennych jedynie w jednym podokresie (2012–2016). Powyższe wyniki dają podstawę do pozytywnego zweryfikowania **hipotez H1a** oraz **H1b**.

Należy podkreślić, że wyniki uzyskane w trakcie badań własnych są spójne z wynikami badań prowadzonych w obszarze polityki dywidend na rynku polskim (Kowerski, 2011a), w środowisku międzynarodowym (Denis, Osobov, 2008) czy – co istotne – z wynikami badań międzynarodowych, obejmujących zarówno problematykę dywidend, jak i nabycia akcji własnych (Von Eije, Megginson, 2008).

Wydaje się zatem uprawnione stwierdzenie, iż duże przedsiębiorstwa są bardziej skłonne do realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy – czy to przez wypłaty dywidend, czy przez nabywanie akcji własnych. Taka zależność może mieć swoje podłoże w teorii agencji, zgodnie z którą sprzeczność interesów między pryncypałami a agentami prowadzi do powstania kosztów agencji. Wzrost wielkości firmy może przyczyniać się do wzrostu tych kosztów, wpływa bowiem na wzrost wielkości zasobów będących w dyspozycji agentów. Polityka wypłat, na co zwracali już uwagę Rozeff (1982), Easterbrook (1984) czy Jensen (1986), zmniejsza wielkość środków pozostających w dyspozycji zarządzających, przez co może być narzędziem minimalizującym konflikty i koszty agencyjne.

Należy zauważyć, że wpływ rentowności na prawdopodobieństwo realizacji przez spółkę wypłaty na rzecz akcjonariuszy potwierdzono jedynie w odniesieniu

do wypłat dywidend. Wyniki badania wskazują na statystyczną istotność wpływu dwóch zmiennych opisujących rentowności – $EA_{t-1}$ (wskaźnik zysku operacyjnego w relacji do aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1) oraz $ROE_{t-1}$ (rentowność kapitałów własnych na koniec roku $t$ – 1) na skłonność spółek do wypłaty dywidendy. Zmienna $EA_{t-1}$ była wykorzystywana w wielu badaniach międzynarodowych, między innymi w badaniu Denisa i Osobova (2008) w odniesieniu do dywidend czy w badaniu Von Eije i Megginsona (2008) analizującym determinanty zarówno wypłaty dywidend, jak i nabywania akcji własnych. Wobec powyższego uprawnione wydaje się być pozytywne zweryfikowanie **hipotezy H2a**, nie ma zaś podstaw do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H2b**.

Na podstawie uzyskanych wyników można wnioskować o wpływie istnienia nadwyżki finansowej, opisywanej w modelu przez zmienną $CASHTA_{t-1}$ (wartość środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych w relacji do wartości aktywów ogółem) na skłonność spółek do wypłacania dywidend. Wyniki analizy efektów krańcowych wskazują na silny wpływ zmiany omawianego wskaźnika na zmianę prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy. Nie uzyskano natomiast potwierdzenia statystycznej istotności zmiennej $CASHTA_{t-1}$ w modelach analizujących skłonność spółek do nabywania akcji własnych. Wydaje się zatem, że samo posiadanie gotówki nie jest wystarczającym powodem do nabycia akcji własnych w przypadku analizowanych spółek. Istotność zmiennej *CASHTA* dla nabywania akcji własnych analizowała między innymi Dittmar (2000) – jej badania dały potwierdzenie jedynie dla kilku lat z okresu badawczego 1977–1996.

Wobec powyższego można jedynie wnioskować o pozytywnym zweryfikowaniu **hipotezy H3a**, nie ma zaś podstaw do pozytywnego zweryfikowania **hipotezy H3b**.

Wyniki badań własnych pozwalają wnioskować, iż poziom zadłużenia stanowi czynnik zmniejszający prawdopodobieństwo nabycia przez spółkę akcji własnych. Zmienną, której istotność potwierdzono w wyniku kolejnych estymacji modeli logitowych, jest $LongLev_{t-1}$ (wartość zadłużenia długoterminowego do wartości aktywów ogółem na koniec roku $t$ – 1). Taki rezultat jest spójny między innymi z wynikami badań Von Eije i Megginsona (2008). W świetle uzyskanych wyników nie można wnioskować o wpływie poziomu zadłużenia na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy. Wobec powyższego wyniki badań stanowią przesłankę do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H4b**, nie dają jednak podstaw do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H4a**.

W toku badań własnych uznano, iż są podstawy do przyjęcia **hipotez H5a** oraz **H5b**, zakładających, że wyższe ryzyko charakteryzujące spółkę zmniejsza prawdopodobieństwo realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy (przez dywidendy i nabycia akcji własnych). Zarówno w modelu logitowym, analizującym skłonność

spółek do wypłaty dywidendy, jak i w modelu odnoszącym się do nabywania akcji własnych uzyskano wyniki cechujące się statystyczną istotnością parametrów oszacowanych dla zmiennej $SDOI_{t-1}$ (odchylenie standardowe przychodów operacyjnych dla okresu pięcioletniego, wyliczone na koniec roku $t$ – 1). W obu przypadkach statystyczną istotność parametrów β potwierdzono dla całego okresu badawczego 2004–2016 oraz dla ostatniego podokresu (2012–2016). W przypadku obszaru dywidendowego potwierdzono ponadto statystyczną istotność parametru oszacowanego dla drugiej zmiennej opisującej ryzyko – $PriceVolat_{t-1}$ (wskaźnik rocznej zmienności cen akcji na koniec roku $t$ – 1). Ryzyko, zgodnie z założeniami, stanowi destymulantę skłonności spółek do realizacji polityki wypłat – czy to przez wypłaty dywidend, czy nabycia akcji własnych. Powyższe wyniki wydają się stanowić podstawę do pozytywnego zweryfikowania hipotezy **H5a** oraz **H5b**.

Natomiast uzyskane wyniki estymacji modeli logitowych nie dają podstaw do pozytywnego zweryfikowania hipotez **H6a** oraz **H6b**, mówiących o wpływie rodzaju przychodów uzyskiwanych przez firmę na skłonność do prowadzenia polityki wypłat. W badaniu zastosowano zmienne $OP.INC_{t-1}$ (wielkość przychodów operacyjnych do wartości kapitałów ogółem na koniec roku $t$ – 1) oraz $NON.OP.INC_{t-1}$ (wartość przychodów nieoperacyjnych do wartości kapitałów ogółem na koniec roku $t$ – 1). Być może w przyszłych analizach należałoby uwzględnić inne miary dla sprawdzenia omawianej zależności, na przykład relację wyżej wymienionych grup przychodów do wartości aktywów ogółem.

W świetle uzyskanych wyników można wnioskować o negatywnym wpływie istnienia możliwości wzrostu przedsiębiorstwa (możliwości inwestycyjnych) na skłonność spółek do wypłacania dywidend. Statystyczną istotność parametrów oszacowanych dla zmiennej $MTBV_{t-1}$ potwierdzono dla okresu 2004–2016 oraz dwóch ostatnich podokresów. Analiza efektów krańcowych potwierdza znaczenie omawianego wskaźnika. Wobec powyższego uprawnione wydaje się wnioskowanie o pozytywnym zweryfikowaniu **hipotezy H7a** – możliwości wzrostu przedsiębiorstwa są istotną destymulantą prawdopodobieństwa wypłaty dywidendy przez analizowane spółki. Co istotne, taki rezultat jest spójny z innymi wynikami badań (Von Eije, Megginson, 2008 – potwierdzili oni wpływ wielkości zmiennej *MTBV* zarówno na skłonność spółek do wypłaty dywidendy, jak i do nabywania akcji własnych).

Analiza wpływu możliwości wzrostu przedsiębiorstwa (możliwości inwestycyjnych) na skłonność spółek do realizacji programów nabywania akcji własnych jest dość niejednoznaczna, nie uzyskano bowiem potwierdzenia dla zmiennej $MTBV_{t-1}$, jednocześnie uzyskując je dla drugiej zmiennej opisującej możliwości wzrostu – $Ass.Gr_{t-1}$ (stopa wzrostu wartości aktywów w ujęciu pięcioletnim). Przy tym kierunek zależności jest przeciwny niż zakładano. Należy jednak podkreślić, że w żadnym z podokresów uzyskane parametry dla omawianej zmiennej nie cechowały się istotnością

statystyczną (modele 17–19). Analiza efektów krańcowych wskazuje na małe znaczenie zmiany omawianej zmiennej na zmianę prawdopodobieństwa zajścia analizowanego zdarzenia. Ponadto są to pierwsze badania analizujące skłonność spółek do nabywania akcji własnych na rynku polskim z uwzględnieniem zmiennej $Ass.Gr_{t-1}$. Wobec powyższego uznano, że do uzyskanych wyników należy podejść z dużą ostrożnością, konieczne są bowiem dalsze badania, które pozwolą je zweryfikować.

Kolejnym czynnikiem, który zgodnie z badaniami światowymi może mieć wpływ na skłonność spółek do realizacji polityki wypłat, jest ich wiek. W toku badania założono, że im starsza firma, tym większe prawdopodobieństwo wypłat na rzecz akcjonariuszy. W badaniu zastosowano dwa mierniki wieku spółek, proponowane w literaturze – *AGE* (liczba lat na giełdzie na koniec roku $t$ – 1) oraz *RETE* (wartość zysków zatrzymanych w relacji do kapitałów własnych na koniec roku $t$ – 1). Uzyskane wyniki badania nie dają jednak podstawy do pozytywnego zweryfikowania hipotez **H8a** oraz **H8b**. Natomiast, jak już proponowano, w przyszłych badaniach można by uwzględnić inna zmienną opisująca wiek spółki, na przykład rzeczywisty okres funkcjonowania na rynku zamiast liczby lat odnoszącej się do funkcjonowania na GPW w Warszawie.

Ponadto zasadne wydaje się wnioskowanie, iż decyzje podjęte w roku poprzednim mogą mieć wpływ na bieżące decyzje w zakresie polityki dywidend (hipoteza **H9a**). Wyniki badania wskazują na istnienie pozytywnej, statystycznie istotnej zależności między zmienną $Div_Eq_{t-1}$ (wskaźnik wypłaty dywidendy, będący ilorazem wartości wypłaconej dywidendy do wartości kapitałów własnych na koniec roku $t$ – 1) a prawdopodobieństwem wypłaty dywidendy w roku $t$. Istnienie takiej relacji oznacza, że im wyższa wartość kwoty przeznaczonej na dywidendy w relacji do kapitałów własnych spółki, tym wyższe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy w kolejnym roku. Nie potwierdzono negatywnego wpływu omawianej zmiennej na prawdopodobieństwem nabycia akcji własnych, co oznaczałoby, iż wzrost stopy wypłaty dywidendy zmniejsza prawdopodobieństwo nabycia akacji własnych.

W analizach dotyczących skłonności spółek do nabywania akcji własnych uzyskano z kolei potwierdzenie dodatniej, statystycznie istotnej zależności między zmienną $BB_Eq_{t-1}$ (wskaźnik wartości środków wydanych na zakup akcji własnych do wartości kapitałów własnych na koniec roku $t$ – 1) a skłonnością do nabycia akcji własnych. Wobec powyższego im wyższa relacja środków przeznaczonych na nabycie akcji własnych w danym roku, tym wyższe prawdopodobieństwo nabycia akcji własnych przez spółkę w kolejnym roku (hipoteza **H9b**).

Wyniki przeprowadzonych badań nie uprawniają do wnioskowania na temat wpływu niedowartościowania spółki na prawdopodobieństwa realizacji wypłat (przez dywidendy czy nabycie akcji w własnych). Tym samym nie ma podstaw do pozytywnego zweryfikowania hipotezy **H10a** oraz **H10b**.

# 5. Reakcja rynku na inicjowanie wypłat na rzecz akcjonariuszy

## 5.1. Uzasadnienie podjęcia badania

Jak już zaznaczono w rozdziale drugim niniejszego opracowania, badania reakcji rynku kapitałowego na zapowiedź wypłaty dywidendy, związane z testowaniem teorii sygnalizacji czy hipotezą sygnalizacji dywidend, prowadzone były przez wielu badaczy zarówno na świecie (Pettit, 1972; Asquith, Mullins Jr, 1983; Comment, Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995; Vieira, Raposo, 2007; Officer, 2011; Lee, Mauck, 2016), jak i w Polsce (Gurgul, Majdosz, 2005; Czerwonka, 2010d; Słoński, Zawadzki, 2012b; 2012c; Perepeczo, 2013b; Mrzygłód, Nowak, 2017; Kaźmierska-Jóźwiak, 2017c).

Wzrost aktywności przedsiębiorstw w zakresie nabywania akcji własnych skłonił badaczy do podjęcia analiz związanych z hipotezą zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych czy hipotezą sygnalizacyjną nabywania akcji własnych. Takie badania prowadzono na wielu rynkach kapitałowych (Vermaelen, 1981; Comment, Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995; Rees, 1996; Stephens, Weisbach, 1998; Li, McNally, 1999; McNally, 1999; Kahle, 2002; Rau, Vermaelen, 2002; Seifert, Stehle, 2003; Gurgul, Mestel, Schleicher, 2003; Grullon, Michaely, 2004; Hackethal, Zdantchouk, 2006; Wang, Johnson, 2008). Badania na polskim rynku kapitałowym były prowadzone między innymi przez Gryglewicza (2001; 2004), Będowską-Sójkę (2003), Gurgula i Majdosza (2005), Pieloch (2011a), Mamcarz (2012a), Kaźmierską-Jóźwiak i Wrońską-Bukalską (2017b).

Należy jednak zauważyć, że niewiele jest badań porównujących reakcję rynku na zapowiedź inicjowania dywidendy i rozpoczęcia nabywania akcji własnych. Według wiedzy dostępnej autorce badanie uwzględniające zarówno zapowiedzi dywidendy, jak i nabycia akcji własnych przeprowadzone zostały przez Gryglewicza (2004) oraz Gurgula i Majdosza (2005). Badanie Gryglewicza (2004) dotyczyło zapowiedzi wypłaty dywidendy i nabycia akcji własnych spółek notowanych

na GPW w Warszawie w latach 1997–2000. Próba liczyła łącznie 120 zdarzeń, z czego 33 dotyczyły zapowiedzi nabycia akcji, 54 zapowiedzi dywidendy inicjalnej oraz 33 wzrostu wartości wypłacanej dywidendy. Gurgul i Majdosz (2005) objęli badaniem 45 ogłoszeń dotyczących wypłaty dywidendy oraz 20 ogłoszeń nabycia akcji własnych, opublikowanych przez spółki notowane na GPW w Warszawie w okresie od stycznia 2000 do końca czerwca 2004 roku.

Po roku 2004, według wiedzy autorki, nie podjęto tego typu badań. Biorąc pod uwagę fakt, iż programy typu *buyback* stanowią na warszawskim parkiecie coraz częściej stosowaną, oprócz dywidendy pieniężnej, formę wypłaty środków na rzecz właścicieli, cytowane badania dotyczą zaś okresu sprzed ponad dekady, uznano za zasadne przeprowadzenie aktualnych badań testujących hipotezę zawartości sygnalizacyjnej zarówno dywidend, jak i nabywania akcji własnych.

Podjęcie badań analizujących aktualny stan zjawiska, pozwalających na porównanie reakcji rynku zarówno na ogłoszenie informacji o zainicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach, jak i na upublicznienie planów dotyczących nabywania akcji własnych, wydaje się istotne zarówno z punktu widzenia nauki, jak i praktyki gospodarczej.

## 5.2. Cel badania, hipotezy badawcze

Celem niniejszego badania jest analiza reakcji inwestorów na dwa zdarzenia: ogłoszenie informacji o inicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy, ogłoszenie planu nabycia akcji własnych, przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Analizą objęto lata 2004–2016.

Na potrzeby badania skonstruowano następujące pytania badawcze:

1. Czy inwestorzy reagują na ogłoszenie informacji o inicjowaniu (wznowieniu) wypłacania dywidendy/nabywaniu akcji własnych?
2. Czy rynek reaguje pozytywnie na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy/nabywaniu akcji własnych?
3. Czy reakcja rynku na zapowiedź nabycia akcji własnych jest silniejsza niż na ogłoszenie informacji na temat dywidendy?
4. Czy zgodnie z teorią sygnalizacji rynek reaguje silniej na ogłoszenia o płatnościach dywidend/nabyciu akcji własnych przez małe spółki charakteryzujące się większą asymetrią informacji?

Powyższe pytania stanowią rozwinięcie prowadzonych wcześniej przez autorkę badań empirycznych dotyczących z jednej strony reakcji rynku na inicjowanie

dywidend przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (Kaźmierska-Jóźwiak, 2017b; 2017c), z drugiej zaś reakcji akcjonariuszy na zapowiedź nabycia akcji własnych oraz czynników determinujących ten wpływ przez spółki notowane na rynku NewConnect (Kaźmierska-Jóźwiak, Wrońska-Bukalska, Rozkovec, 2018).

Biorąc pod uwagę zakreślone problemy badawcze, postawione hipotezy dotyczą kilku aspektów. Po pierwsze, zakłada się, że – podobnie jak na rynkach zagranicznych – zarówno informacja o dywidendzie inicjalnej, jak i informacja o nabyciu akcji własnych wywołuje pozytywną, krótkookresową reakcję inwestorów. Po drugie, przyjmuje się, że ogłoszenie informacji o nabyciu akcji własnych spotyka się z silniejszą reakcją rynku niż upublicznienie informacji o płatnościach dywidendowych.

W konsekwencji postawiono następujące hipotezy badawcze:

**Hipoteza H11:** ogłoszenie informacji o rozpoczęciu płacenia dywidendy (**H11a**; nabywania akcji własnych **H11b**) przez spółkę jest powiązane z pozytywną reakcją rynku.

**Hipoteza H12:** rynek silniej reaguje na informację o realizacji programu nabycia akcji własnych niż na ogłoszenie o wypłacie dywidendy.

**Hipoteza H13:** zakłada się, że rynek silniej reaguje na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłacania dywidendy (**H13a**; nabywaniu akcji własnych – **H13b**) przez spółki małe niż duże.

Niniejsze badanie ma na celu wypełnienie luki powstałej po roku 2004 i uzupełnienie stanu wiedzy na temat polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ponadto pozwoli zweryfikować hipotezę dotyczącą efektu sygnalizacyjnego dywidend oraz programów nabywania akcji własnych.

## 5.3. Metodyka badania

Wybór narzędzia badawczego zastosowanego do analizy reakcji rynku na ujawnienie informacji o zainicjowaniu przez spółkę wypłacania dywidendy lub informacji o planowanym programie nabycia akcji własnych podyktowany był celem i specyfiką analizy. W badaniu zastosowano metodykę analizy zdarzeń (*event study methodology*), która jest narzędziem wykorzystywanym do testowania hipotezy rynku efektywnego od niemal pół wieku (Fama i inni, 1969).

Pierwsze prace stosujące metodykę analizy zdarzeń dotyczyły rynku akcji Stanów Zjednoczonych. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku rozpoczęto badania na największych rynkach Europy, Japonii i Hongkongu (Gurgul, 2012).

Jak zauważa Gurgul (2012), analiza zdarzeń jest narzędziem pomagającym ocenić wpływ zmian w polityce spółki na jej wartość rynkową. Istotne są szerokie obszary zastosowania analizy zdarzeń. W polskiej literaturze znaleźć można przykłady stosowania analizy zdarzeń między innymi do badań reakcji rynku na informacje o:

1) fuzjach i przejęciach (Czerwonka, 2010a; 2010c; Kabaciński, 2013; Zaremba, Płotnicki, 2015);
2) wezwaniach do sprzedaży akcji (Czerwonka, 2010b);
3) podziale akcji (Tuzimek, Krzesiak, 2010; Fiszeder, Mstowska, 2011; Czapiewski, Jewartowski, 2012; Gurgul, 2012);
4) inicjowaniu dywidendy czy zmianach w polityce dywidendy (Gurgul, Majdosz, Mestel, 2006; Słoński, Zawadzki, 2012b; 2012c; Kubiak, Czapiewski, 2017a; 2017b; Perepeczo, 2013b; Gurgul, 2012; Kaźmierska-Jóźwiak, 2017b; 2017c; Mrzygłód, Nowak, 2017);
5) nabyciu akcji własnych (Gryglewicz, 2004; Szyszka, Zaremba, 2011; Pieloch, 2011a; Kaźmierska-Jóźwiak, Wrońska-Bukalska, 2017b);
6) wykluczeniu spółek z indeksu WIG 20 na ich stopę zwrotu (Gurgul, 2012; Miziołek, 2016);
7) prognozach zysków oraz ostrzeżeniach o niezrealizowaniu prognozy na stopy zwrotu i wielkość obrotów (Szyszka, 2001a);
8) rekomendacjach giełdowych (Czapiewski, 2015);
9) pierwotnych emisjach akcji (IPO) (Blajer-Gołębiewska, Czerwonka, 2012; Mrzygłód, Nowak, 2013);
10) zmianie na stanowisku prezesa (Byrka-Kita, Czerwiński, Preś-Perepeczo, 2017);
11) wejściu kapitałowym funduszu do spółki giełdowej (Urban, 2017).

Badanie wykorzystujące metodykę analizy zdarzeń prowadzi do wyliczenia miernika *AR* (*Abnormal Returns*), który w polskiej literaturze tłumaczony jest różnorodnie, na przykład jako:

1) anormalne stopy zwrotu (Będowska-Sójka, 2003; 2014; Asyngier, 2015);
2) dodatkowe stopy zwrotu (Perepeczo, 2013b);
3) nadzwyczajne stopy zwrotu (Czerwonka, 2010b);
4) nadwyżkowe stopy zwrotu (Czapiewski, Jewartowski, 2012; Kubiak, Czapiewski, 2017a; 2017b);
5) ponadprzeciętne stopy zwrotu (Szyszka, 2001b; Słoński, Zawadzki, 2012b; Pieloch-Babiarz, 2016);
6) ponadnormatywne stopy zwrotu (Urban, 2017);
7) zwyżkowe stopy zwrotu (Gurgul, 2012).

Na potrzeby badania przyjęto określenie stosowane przez Gurgula (2012) – **zwyżkowe stopy zwrotu**.

Badanie bazujące na metodyce analizy zdarzeń składa się z czterech etapów (Gurgul, 2012):

1) identyfikacji zdarzenia,
2) określenia parametrów czasowych badania,
3) ustalenia relacji między stopą zwrotu akcji pojedynczej spółki a stopą zwrotu portfela rynkowego,
4) estymacji efektu zdarzenia na podstawie próby badawczej.

Na potrzeby badania zdarzenie zdefiniowano jako „ogłoszenie do publicznej wiadomości informacji o wypłacie dywidendy lub nabyciu akcji własnych". Przyjęto, iż jest to dzień, w którym odbyło się walne zgromadzenie akcjonariuszy, na którym podjęto uchwałę upoważaniającą zarząd do wypłaty dywidendy (nabywania akcji własnych), ogłoszoną w ramach systemu ESPI/EBI (Serwis Ekonomiczny PAP). Informacje tego typu pojawiały się jako uchwały walnych zgromadzeń spółek albo w specjalnych komunikatach zarządów. Ta część kompletowania danych była bardzo pracochłonna, wymagała bowiem „ręcznego przeszukiwania" stron internetowych Serwisu Ekonomicznego PAP, stron poszczególnych spółek, a następnie analizy uchwał walnych zgromadzeń spółek.

Kolejnym etapem procedury badawczej było ustalenie szerokości okna zdarzenia (*event window*), które może być mierzone w dniach, miesiącach, latach (Gurgul, Majdosz, Mestel, 2006). W badaniu okna zdarzenia mierzone są w dniach, wobec czego w analizach bazowano na danych dziennych. Okres zdarzenia ustalono na 121 sesji giełdowych i przyjęto symetryczne okno zdarzenia.

Identyfikacja zdarzenia polegała na poszukiwaniu pierwszej informacji o:

1) uchwale walnego zgromadzenia akcjonariuszy w przedmiocie wypłaty dywidendy po raz pierwszy w historii lub w przypadku wznowienia wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy,
2) upoważnieniu zarządu do podejmowania wszelkich czynności w zakresie nabywania akcji własnych spółki.

Powyżej zdefiniowane zdarzenia dotyczyły spółek, które zostały ujęte w próbie badawczej opisanej w rozdziale drugim. Ze zbioru, który uzyskano dla spółek będących podmiotem badania niniejszej pracy, usunięto dane na temat daty powzięcia uchwały zmieniającej brzmienie wcześniejszej uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy (np. uchwała podjęta przez WZA Sygnity 10 stycznia 2013 r. zmieniająca brzmienie uchwały z 30 czerwca 2011 r.). Finalnie uzyskano dane na temat 141 zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu wypłaty dywidendy oraz 105 zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o upoważnieniu zarządu do podjęcia działań mających na celu nabycie akcji własnych spółki.

Utworzono dwa portfele:

1) w pierwszym znalazły się spółki (obserwacje), które ogłosiły informacje o zainicjowaniu wypłacania dywidendy lub wznowieniu jej wypłacania po co najmniej trzech latach przerwy,
2) w drugim zaś znalazły się spółki (obserwacje), które upubliczniły zamiar nabycia akcji własnych.

Każdej spółce (obserwacji) w danym portfelu przypisano równą wagę. Z próby usunięto osiem obserwacji dotyczących spółek, które w tym samym czasie ogłosiły zarówno informacje o wypłacie dywidendy, jak i nabywaniu akcji własnych (Agora, 2005; Amica, 2011; Arteria, 2012; Ceramika Nova Gala, 2008; Ferro, 2012; Netia, 2014; Radpol, 2008; Unima, 2009).

Jako dzień ogłoszenia przyjęto dzień 0. Dla każdej ze spółek obliczono stopy zwrotu w kolejnych dniach w okresie od 60 dni przed ogłoszeniem zamiaru nabywania akcji własnych do 60 dni po ogłoszeniu. Istotny problem na tym etapie stanowiły spółki charakteryzujące się niską płynnością notowań. W przypadku gdy walory danej spółki nie podlegały notowaniu przez kilka dni, brakujące wartości uzupełniano, wyliczając proporcjonalne wzrosty lub spadki cen akcji. W sytuacji gdy braki dotyczyły 20% danych i obejmowały dzień „0" i dni „okołozdarzeniowe", zdecydowano o usunięciu danego przypadku z próby (np. TransPolonia). Następnie sprawdzono zbiór pod kątem ewentualnych błędów.

Ostatecznie uzyskano dwie próby:

1) 133 obserwacje odnoszące się do ogłoszenia informacji o zainicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy,
2) 96 obserwacji dotyczących ogłoszenia zamiaru nabycia akcji własnych.

Jak podkreślają Leszek Czapiewski i Tomasz Jewartowski (2012), w tego typu badaniach stosowane mogą być różne modele służące do wyliczenia zwyżkowej stopy zwrotu, różniące się stopami odniesienia. Do najczęściej wykorzystywanych autorzy zaliczają model średniej historycznej, model rynkowy, model indeksowy, model CAPM (szerzej Czapiewski, Jewartowski, 2012, s. 276–277).

Przyjęta w niniejszym badaniu metodyka obliczania anormalnych stóp zwrotu opiera się na pracy Stephena J. Browna i Jerolda B. Warnera (1985), w której zwyżkowa stopa zwrotu stanowi różnicę między stopą zwrotu z akcji pojedynczej spółki a stopą możliwą do osiągnięcia w tym samym czasie z indeksu giełdowego, zgodnie z formułą:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}, \tag{5.1}$$

gdzie:

$R_{it}$ – stopa zwrotu z akcji firmy $i$ w dniu $t$,

$R_{mt}$ – stopa zwrotu z portfela rynkowego w dniu $t$.

Średnią zwyżkową stopę zwrotu obliczono ze wzoru:

$$\overline{AR_t} = \frac{\sum_{i=1}^{N} AR_{i,t}}{N}, \tag{5.2}$$

gdzie $N$ oznacza liczebność próby badawczej.

Statystyczną istotność sprawdzono przy użyciu klasycznego testu opartego na statystyce t-Studenta (Gurgul, 2012):

$$t_{stat} = \frac{\overline{AR_t}}{\sigma_{AR_t}} \sqrt{N}, \tag{5.3}$$

gdzie:
$\overline{AR_t}$ – średnia zwyżkowych stóp zwrotu,
$\sigma_{AR_t}$ – odchylenie standardowe zwyżkowych stóp zwrotu.

Kolejno wyliczono skumulowaną zwyżkową stopę zwrotu (*cumulative abnormal returns*) z akcji i osiągniętą w okresie $T$ ($CAR_{iT}$), liczoną jako suma dziennych zwyżkowych stóp zwrotu w badanym okresie według wzoru:

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^{T} AR_{it}, \tag{5.4}$$

gdzie:
$AR_{it}$ – zwyżkowa stopa zwrotu z akcji $i$ w dniu $t$.

Do oceny reakcji rynku kapitałowego na informację o zainicjowaniu wypłaty dywidendy przez spółki wykorzystano średnią skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu $ACAR$ (*average cumulated abnormal returns*), liczoną według wzoru:

$$ACAR = \frac{1}{\mathrm{N}} \sum_{i=1}^{\mathrm{N}} CAR_{iT}, \tag{5.5}$$

gdzie:
$CAR_t$ – skumulowana zwyżkowa stopa zwrotu z akcji $i$ w okresie $T$ obserwacji.

Inna procedura agregacji skumulowanej zwyżkowej stopy zwrotu polega na obliczeniu średnich zwyżkowych stóp zwrotu dla wszystkich spółek ($AAR$), a następnie

dodaniu do siebie tych wartości, aby uzyskać skumulowaną zwyżkową stopę zwrotu (*CAAR*) (Czerwonka, 2010a; Czapiewski, Jewartowski, 2012; Kubiak, Czapiewski, 2017a; 2017b).

## 5.4. Wyniki i wnioski z badania empirycznego

Tabela 23 przedstawia liczbę obserwacji objętych badaniem w podziale na poszczególne lata (panel A odnosi się do zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu wypłacania dywidendy lub wznowieniu jej wypłacania po co najmniej trzech latach przerwy, panel B obejmuje zdarzenia związane z upublicznieniem zamiaru nabycia akcji własnych spółki w latach 2004–2016).

**Tabela 23.** Statystyki opisowe obserwacji: panel A – inicjowanie dywidendy, panel B – nabycie akcji własnych

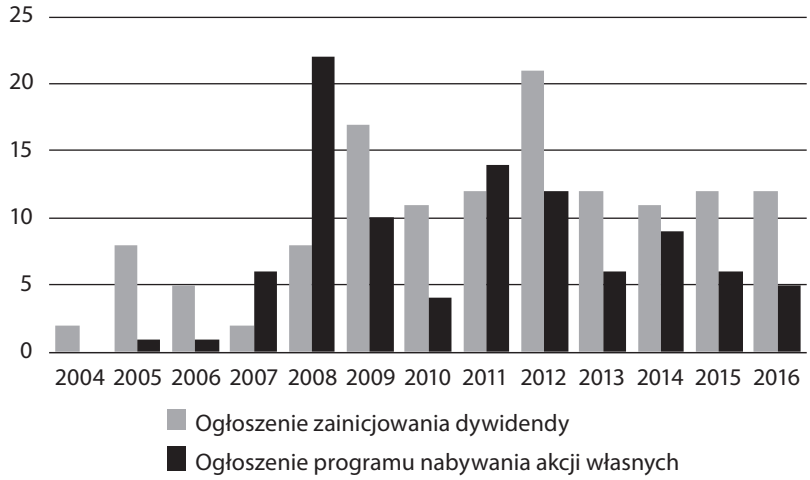
| | Panel A – inicjowanie dywidendy | | Panel B – nabycie akcji własnych | |
|---|---|---|---|---|
| | Liczba obserwacji (częstość) | Udział w próbie (%) | Liczba obserwacji (częstość) | Udział w próbie (%) |
| 2004 | 2 | 1,5 | 0 | 0,0 |
| 2005 | 8 | 6,0 | 1 | 1,0 |
| 2006 | 5 | 3,8 | 1 | 1,0 |
| 2007 | 2 | 1,5 | 6 | 6,3 |
| 2008 | 8 | 6,0 | 22 | 22,9 |
| 2009 | 17 | 12,8 | 10 | 10,4 |
| 2010 | 11 | 8,3 | 4 | 4,2 |
| 2011 | 12 | 9,0 | 14 | 14,6 |
| 2012 | 21 | 15,8 | 12 | 12,5 |
| 2013 | 12 | 9,0 | 6 | 6,3 |
| 2014 | 11 | 8,3 | 9 | 9,4 |
| 2015 | 12 | 9,0 | 6 | 6,3 |
| 2016 | 12 | 9,0 | 5 | 5,2 |
| Ogółem | 133 | 100,0 | 96 | 100,0 |

**Źródło:** opracowanie własne.

Badaniem objęto łącznie 133 obserwacje odnoszące się do ogłoszenia informacji o zainicjowaniu dywidendy lub wznowieniu jej wypłacania po co najmniej trzech latach przerwy oraz 96 obserwacji związanych z nabyciem akcji własnych przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2016. Najwięcej przypadków inicjowania dywidendy zaobserwowano w roku 2012 – 21 obserwacji (około 16% całej próby), następnie w roku 2009 – 17 zdarzeń (około 13%), najmniej w roku 2004 – zaledwie 2 obserwacje (1,5%).

Najwięcej przypadków ogłoszenia informacji o zamiarze nabycia akcji własnych zaobserwowano w roku 2008, czyli w czasie szczytu kryzysu na rynkach finansowych – 24 zdarzenia (około 23% próby). Najmniej obserwacji – zaledwie po 1 (około 1%) – pochodzi z roku 2005 oraz 2006. W roku 2004 nie odnotowano żadnego przypadku ogłoszenia informacji o nabywaniu akcji własnych przez badane spółki.

Wykres 11 przedstawia liczbę obserwacji w podziale na kolejne lata okresu badawczego.




**Wykres 11.** Liczba objętych badaniem obserwacji odnoszących się do inicjowania dywidendy oraz nabywania akcji własnych

**Źródło:** opracowanie własne.

Trudno wnioskować o jakimkolwiek trendzie w przypadku liczby ogłoszeń planów dotyczących nabywania akcji własnych. Warto jednak pamiętać, że raz ogłoszony program mógł być realizowany w ciągu kilku kolejnych lat, mógł też zostać zaniechany przed wdrożeniem go w życie. Na podstawie liczby ogłoszeń planów spółek dotyczących nabywania akcji własnych nie można zatem wnioskować na temat aktywności tych podmiotów w zakresie realizacji programów typu *share repurchase*.

Liczba obserwacji dotyczących inicjowania wypłacania dywidend była w początkowych latach okresu badawczego dość niska. W roku 2005 można zaobserwować nasilenie aktywności w zakresie inicjowania wypłacania dywidendy. Kolejne dwa lata wskazują na trend spadkowy, po czym w roku 2009 oraz 2012 zauważalny jest wzrost liczby ogłoszeń o rozpoczęciu wypłacania dywidendy. Od roku 2013 liczba obserwacji utrzymywała się na względnie stałym poziomie.

Statystyki opisowe dla dziennych przekrojowych zwyżkowych stóp zwrotu wokół okna zdarzenia przedstawiają: tabela 24 (ogłoszenie o rozpoczęciu wypłacania dywidendy) oraz 25 (upublicznienie zamiaru nabycia akcji własnych).

**Tabela 24.** Statystyki opisowe średnich zwyżkowych stóp zwrotu dla ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy (%, *N* = 133)

| | Średnia | Błąd standardowy średniej | Mediana | Odchylenie standardowe | Min. | Maks. | Percentyle | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 25 | 75 |
| *AR* –5 | –0,06 | 0,21 | –0,17 | 2,45 | –9,91 | 10,80 | –1,33 | 0,99 |
| *AR* –4 | –0,04 | 0,22 | –0,21 | 2,48 | –8,06 | 9,34 | –1,13 | 0,96 |
| *AR* –3 | 0,013 | 0,23 | –0,06 | 2,69 | –7,44 | 11,67 | –1,26 | 0,82 |
| *AR* –2 | 0,01 | 0,21 | –0,07 | 2,39 | –6,19 | 7,13 | –1,44 | 1,59 |
| *AR* –1 | –0,13 | 0,19 | –0,27 | 2,19 | –5,71 | 9,12 | –1,43 | 0,99 |
| ***AR* 0** | **0,42** | **0,23** | **0,18** | **2,63** | **–6,78** | **16,01** | **–0,96** | **1,58** |
| *AR* +1 | 0,09 | 0,22 | 0,24 | 2,57 | –9,01 | 8,16 | –1,36 | 1,46 |
| *AR* +2 | 0,47 | 0,21 | 0,12 | 2,37 | –6,04 | 9,55 | –0,83 | 1,42 |
| *AR* +3 | 0,53 | 0,23 | 0,54 | 2,67 | –6,10 | 16,65 | –0,72 | 1,69 |
| *AR* +4 | –0,04 | 0,22 | –0,11 | 2,48 | –6,93 | 8,44 | –1,21 | 1,20 |
| *AR* +5 | –0,13 | 0,22 | –0,05 | 2,56 | –12,16 | 10,86 | –0,93 | 1,07 |

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 25.** Statystyki opisowe średnich zwyżkowych stóp zwrotu dla ogłoszenia informacji o nabywaniu akcji własnych (%, *N* = 96)

| | Średnia | Błąd standardowy średniej | Mediana | Odchylenie standardowe | Min. | Maks. | Percentyle | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 25 | 75 |
| *AR* –5 | –0,06 | 0,26 | –0,12 | 2,58 | –8,78 | 10,87 | –1,19 | 1,04 |
| *AR* –4 | 0,05 | 0,29 | –0,08 | 2,80 | –9,25 | 8,10 | –1,03 | 1,30 |
| *AR* –3 | 0,24 | 0,27 | 0,17 | 2,65 | –6,98 | 10,18 | –0,92 | 1,23 |
| *AR* –2 | 0,47 | 0,26 | 0,04 | 2,54 | –5,27 | 7,41 | –1,23 | 1,95 |
| *AR* –1 | 0,27 | 0,26 | 0,31 | 2,53 | –6,90 | 6,67 | –1,10 | 1,68 |
| ***AR* 0** | **0,50** | **0,26** | **0,39** | **2,55** | **–6,63** | **11,32** | **–1,17** | **1,74** |
| *AR* +1 | 0,87 | 0,42 | 0,18 | 4,07 | –7,30 | 26,15 | –1,43 | 2,30 |
| *AR* +2 | –0,03 | 0,26 | –0,14 | 2,50 | –6,83 | 9,53 | –1,26 | 1,59 |
| *AR* +3 | –0,28 | 0,29 | –0,18 | 2,88 | –6,95 | 11,23 | –1,75 | 1,09 |
| *AR* +4 | 0,23 | 0,27 | 0,16 | 2,64 | –6,10 | 14,12 | –1,02 | 1,38 |
| *AR* +5 | –0,28 | 0,312 | 0,16 | 3,06 | –12,50 | 8,36 | –1,28 | 1,25 |

**Źródło:** opracowanie własne.

Tabela 26 przedstawia wartości średnich zwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia oraz odpowiadające im wartości statystyki t-Studenta wraz z prawdopodobieństwem krytycznym dla grupy spółek, które ogłosiły plany

wypłaty dywidendy po raz pierwszy lub po co najmniej trzyletniej przerwie (panel A) oraz dla grupy spółek, które upubliczniły zamiar nabycia akcji własnych (panel B).

**Tabela 26.** Wyniki testowania parametrycznego średnich zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia polegającego na ogłoszeniu informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy (panel A) oraz o planach nabywania akcji własnych (panel B)

| | Panel A: inicjowanie dywidendy | | | Panel B: nabycie akcji własnych | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Dzień *t* | $\overline{AR_t}$ | t-stat | p-value | $\overline{AR_t}$ | t-stat | p-value |
| –5 | –0,06% | –0,303 | 0,762 | –0,06% | –0,226 | 0,822 |
| –4 | –0,04% | –0,185 | 0,853 | 0,05% | 0,177 | 0,860 |
| –3 | 0,01% | 0,057 | 0,954 | 0,25% | 0,911 | 0,365 |
| **–2** | 0,01% | 0,003 | 0,997 | **0,47%** | **1,799** | **0,075*** |
| –1 | –0,13% | –0,688 | 0,493 | 0,27% | 1,056 | 0,294 |
| **0** | **0,42%** | **1,857** | **0,065*** | **0,51%** | **1,950** | **0,054*** |
| +1 | 0,09% | 0,405 | 0,686 | **0,87%** | **2,096** | **0,039**** |
| **+2** | **0,47%** | **2,307** | **0,023**** | –0,03% | –0,110 | 0,913 |
| **+3** | **0,53%** | **2,276** | **0,024**** | –0,28% | –0,948 | 0,346 |
| +4 | –0,03% | –0,168 | 0,867 | 0,23% | 0,862 | 0,391 |
| +5 | –0,12% | –0,562 | 0,575 | –0,27% | –0,890 | 0,376 |

Istotność statystyczna na poziomie $^{*}$ $p < 0{,}10$; $^{**}$ $p < 0{,}05$; $^{***}$ $p < 0{,}01$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki testowania parametrycznego średnich zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia odnoszącego się do publicznego ogłoszenia informacji o zainicjowaniu dywidendy oraz upublicznieniu zamiaru nabywania akcji własnych pozwalają na zaobserwowanie pewnych prawidłowości.

Po pierwsze, jak oczekiwano, zarówno ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłacania dywidendy, jak i ujawnienie planów dotyczących nabywania akcji własnych spotkały się z pozytywną reakcją rynku.

Po drugie, uzyskane wyniki dają podstawę do wnioskowania, iż rynek silniej reaguje na upublicznienie informacji o upoważnieniu zarządu do nabywania akcji własnych spółki, niż na ogłoszenie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy na temat rozpoczęcia wypłacania dywidendy. Rezultaty analizy wskazują, iż w dniu zapowiedzi wypłacenia dywidendy inicjalnej średnia zwyżkowa stopa zwrotu $\overline{AR_0}$ wyniosła 0,42% ($p < 0{,}1$), natomiast w przypadku ogłoszenia zamiaru nabywania akcji własnych $\overline{AR_0} = 0{,}51\%$ ($p < 0{,}1$).

Po trzecie, dla obserwacji odnoszących się do ogłoszeń o planach nabywania akcji własnych dodatnią reakcję rynku zaobserwowano już czwartego dnia przed ogłoszeniem zdarzenia, przy czym nie potwierdzono istotności statystycznej

wyniku. Wynik statystycznie istotny potwierdzono dla drugiego dnia przed dniem „0”, $\overline{AR}_{-2} = 0{,}47$ na poziomie istotności $p < 0{,}1$. Dodatnia, statystycznie istotna reakcja rynku na informację o nabyciu akcji własnych utrzymuje się do dnia następującego po dniu ogłoszenia zdarzenia i wynosi $\overline{AR}_1 = 0{,}87$ ($p < 0{,}05$).

Dodatnia reakcja rynku na zapowiedzi dywidendy inicjalnej obserwowana jest od dnia „0” i utrzymuje się przez trzy kolejne dni, przy czym wyniki statystycznie istotne potwierdzono dla dnia drugiego ($\overline{AR}_2 = 0{,}47$, $p < 0{,}05$) oraz trzeciego $\overline{AR}_3 = 0{,}53$, $p < 0{,}05$).

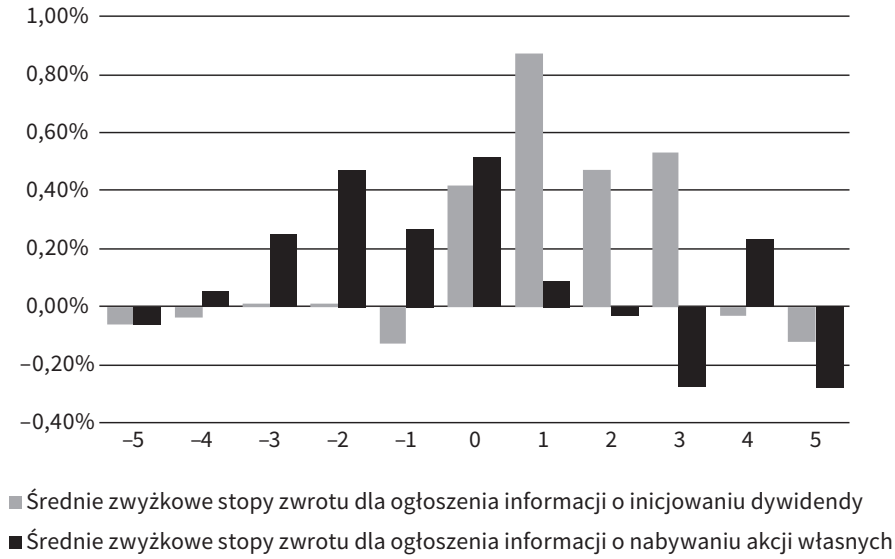
Dodatni wynik średniej zwyżkowej stopy zwrotu, zaobserwowany dla obserwacji odnoszących się do nabywania akcji własnych już w dniu poprzedzającym zdarzenie, dowodzi wyprzedzającej reakcji rynku. Reakcja taka może świadczyć o tym, że akcjonariusze spodziewali się tego typu decyzji ze strony spółki, albo może mieć związek z występowaniem *insider trading*, a więc wykorzystywaniem informacji poufnych, na co wskazywała w swoich badaniach między innymi Będowska-Sójka (2003).

Należy podkreślić, że powyższe rezultaty badania, potwierdzające silniejszą reakcję rynku na ogłoszenie przez spółki notowane na GPW w Warszawie informacji o nabywaniu akcji własnych w stosunku do informacji o dywidendach, są spójne z wynikami badań prowadzonymi przez innych badaczy we wcześniejszych latach. Wyniki badania Gurgula i Majdosza (2005) wskazują, że akcjonariusze spółek, które ogłosiły zamiar wypłaty dywidendy (nabycia akcji własnych) osiągnęli średnią zwyżkową stopę zwrotu w wysokości 0,79% (1,30%), jednak dopiero następnego dnia po ogłoszeniu zdarzenia. Autorzy założyli, że opóźnienie w reakcji rynku może być, przynajmniej częściowo, wytłumaczone czynnikami technicznymi. Średnie zwyżkowe stopy zwrotu z dania „+1” były jedynymi statystycznie istotnymi w okresie (–5; +5).

Na wykresie 12 zestawiono średnie zwyżkowe stopy zwrotu ($\overline{AR}_1$) dla ogłoszenia informacji o nabywaniu akcji własnych w jedenastodniowym oknie zdarzenia.

Z wykresu 12 wynika, że średnie zwyżkowe stopy zwrotu są dodatnie już w okresie poprzedzającym ogłoszenie nabywania akcji własnych. W dniu poprzedzającym zdarzenie zauważyć można spadek wartości średnich zwyżkowych stóp zwrotu. Najwyższą wartość odnotowano dla drugiego dnia po zdarzeniu. W kolejnych dniach następuje silny spadek wartości analizowanej zmiennej.

Analizując reakcję rynku na ogłoszenie informacji o inicjowaniu dywidendy, należy podkreślić, że dopiero w dniu ogłoszenia zdarzenia zauważalny jest gwałtowny wzrost wartości średniej zwyżkowej stopy zwrotu. W kolejnym dniu następuje spadek jej wartości, w drugim i trzecim dniu ponowny krótkotrwały wzrost (od dnia czwartego obserwowalne są wartości ujemne).




**Wykres 12.** Reakcja na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz nabywaniu akcji własnych w dniach (–5; +5) wokół dnia zdarzenia

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 27.** Statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu w różnych oknach zdarzenia – panel A: inicjowanie dywidendy, panel B: nabycie akcji własnych (%)

| | Panel A: inicjowanie dywidendy | | | Panel B: nabycie akcji własnych | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Średnia | Odchylenie standardowe | Mediana | Średnia | Odchylenie standardowe | Mediana |
| *ACAR*(–1; 1) | 0,38 | 4,50 | –0,09 | 1,65 | 5,39 | 1,06 |
| *ACAR*(–2; 2) | 0,86 | 5,64 | 0,54 | 2,09 | 6,46 | 0,39 |
| *ACAR*(–3; 3) | 1,40 | 6,33 | 0,85 | 2,06 | 7,77 | 2,03 |
| *ACAR*(–4; 4) | 1,32 | 6,79 | 0,61 | 2,34 | 9,02 | 1,55 |
| *ACAR*(–5; 5) | 1,13 | 7,60 | 1,28 | 2,00 | 9,36 | 1,14 |
| *ACAR*(–60; –55) | –0,06 | 7,07 | –0,88 | –0,68 | 9,07 | –0,85 |
| *ACAR*(–60; –45) | 1,63 | 11,69 | –0,21 | –2,18 | 15,45 | –2,71 |
| *ACAR*(–60; –35) | 2,32 | 14,54 | 1,45 | –1,22 | 18,13 | –1,62 |
| *ACAR*(–60; –25) | 2,84 | 18,84 | 0,85 | –0,42 | 22,50 | –2,18 |
| *ACAR*(–60; –15) | 3,18 | 18,78 | 2,11 | 0,64 | 24,51 | –1,89 |
| *ACAR*(–60; –5) | 3,31 | 21,84 | 1,29 | 2,03 | 25,57 | –1,82 |
| *ACAR*(–60; 60) | 0,20 | 27,38 | –2,09 | 4,77 | 33,85 | 0,55 |

**Źródło:** opracowanie własne.

Tabela 27 przedstawia statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wyliczonych dla wybranych okien zdarzenia według typów

ogłoszenia informacji (panel A: inicjowanie dywidendy, panel B: plany nabycia przez spółkę akcji własnych).

Tabela 28 przedstawia wartości średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu $\overline{ACAR}$ wokół dnia zdarzenia oraz odpowiadające im wartości statystyki t-Studenta wraz z prawdopodobieństwem krytycznym:

1) panel A odnosi się do ogłoszenia informacji o zainicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzyletniej przerwie,
2) panel B dotyczy ogłoszenia planów nabycia akcji własnych.

**Tabela 28.** Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia: inicjowanie dywidendy (panel A) i nabycie akcji własnych (panel B)

| | Panel A: inicjowanie dywidendy | | | Panel B: nabycie akcji własnych | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | $\overline{ACAR}$ | t-stat | p-value | $\overline{ACAR}$ | t-stat | p-value |
| *ACAR*(–1; 1) | 0,38% | 0,981 | 0,328 | **1,65%** | **3,002** | **0,003**** |
| ***ACAR*(–2; 2)** | **0,86%** | **1,755** | **0,082*** | **2,09%** | **3,173** | **0,002**** |
| ***ACAR*(–3; 3)** | **1,40%** | **2,547** | **0,012**** | **2,06%** | **2,595** | **0,011**** |
| ***ACAR*(–4; 4)** | **1,32%** | **2,246** | **0,026**** | **2,34%** | **2,543** | **0,013**** |
| ***ACAR*(–5; 5)** | **1,13%** | **1,718** | **0,088*** | **2,00%** | **2,098** | **0,039**** |
| *ACAR*(–60; –55) | –0,06% | -0,102 | 0,919 | –0,68% | –0,739 | 0,462 |
| *ACAR*(–60; –45) | 1,63% | 1,610 | 0,110 | –2,18% | –1,382 | 0,170 |
| ***ACAR*(–60; –35)** | **2,32%** | **1,841** | **0,068*** | –1,22% | –0,657 | 0,513 |
| ***ACAR*(–60; –25)** | **2,84%** | **1,741** | **0,084*** | –0,42% | –0,183 | 0,855 |
| ***ACAR*(–60; –15)** | **3,18%** | **1,951** | **0,053*** | 0,64% | 0,257 | 0,798 |
| ***ACAR*(–60; –5)** | **3,31%** | **1,750** | **0,082*** | 2,03% | 0,777 | 0,439 |
| *ACAR*(–60; 60) | 0,20% | 0,084 | 0,933 | 4,77% | 1,379 | 0,171 |

Istotność statystyczna na poziomie $^{*}$ $p < 0{,}10$; $^{**}$ $p < 0{,}05$; $^{***}$ $p < 0{,}01$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Rezultaty testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia (odnoszącego się do inicjowania dywidendy lub nabywania akcji własnych) dla wybranych okien zdarzenia pozwalają zauważyć pewne prawidłowości.

Po pierwsze, wyniki badania wskazują, że w okresach (–2; 2), (–3; 3), (–4; 4), (–5; 5) średnie skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu są statystycznie różne od zera zarówno dla zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o inicjowaniu dywidendy, jak i dla zdarzeń zdefiniowanych jako „upublicznienie planów nabywania akcji własnych".

Analizując poszczególne okna zdarzenia, należy zauważyć, że każdorazowo wartość *ACAR* wyliczona dla obserwacji z portfela „nabywanie akcji własnych",

jest wyższa w stosunku do odpowiednich wartości *ACAR* wyliczonych dla obserwacji obejmujących inicjowanie dywidendy. I tak *ACAR*(–2; 2) dla pięciodniowego okna zdarzenia odnoszącego się do inicjowania dywidendy wynosi 0,86% (istotność na poziomie 0,1), dla nabywania akcji własnych 2,09% ($p < 0{,}01$). *ACAR*(–5; 5) dla inicjowania dywidendy wynosi 1,13% ($p < 0{,}1$), dla nabywania akcji własnych 2,00% ($p < 0{,}05$).

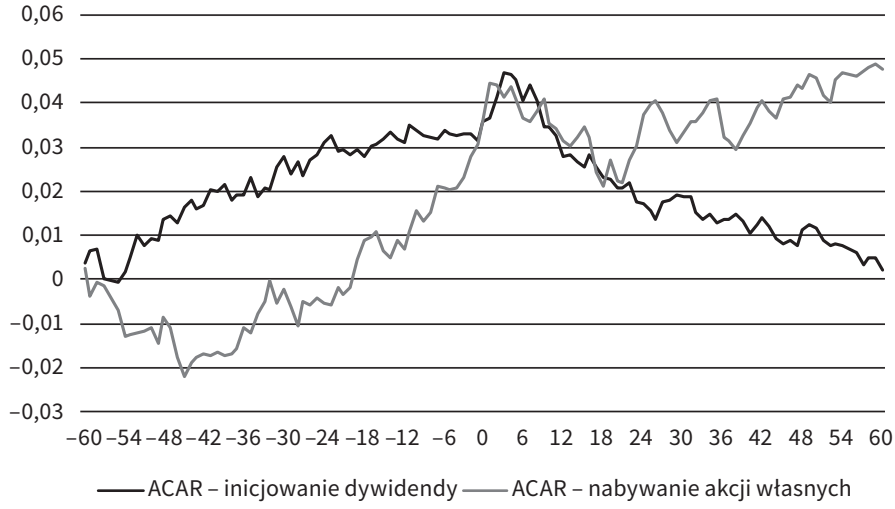
Najwyższą wartość średniej skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy zaobserwowano dla siedmiodniowego okna zdarzenia – *ACAR*(–3; 3) = 1,4% ($p < 0{,}05$). Z kolei najwyższą wartość średniej skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o planach nabywania przez spółki akcji własnych odnotowano dla dziewięciodniowego okna zdarzenia – *ACAR*(–4; 4) = 2,34% ($p < 0{,}05$).

Zgodnie z wynikami testowania parametrycznego średnia skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu dla trzydniowego okna zdarzenia jest w przypadku nabywania akcji własnych statystycznie różna od zera – *ACAR*(–1; 1) = 1,65% ($p < 0{,}05$), podczas gdy wynik analizowanej średniej dla inicjowania dywidendy nie różni się od zera.

Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu dla dłuższych okien zdarzenia (np. (–60; –15), (–60; 60)) nie pozwalają na porównanie reakcji rynku na inicjowanie wypłacania dywidend oraz na ogłoszenie zamiarów nabywania akcji własnych pod względem wielkości *ACAR*, ponieważ wartości średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu dla nabywania akcji własnych nie wykazują cech istotności statystycznej.

Wykres 13 przedstawia kształtowanie się średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz nabywaniu akcji własnych i inicjowaniu dywidendy w całym okresie objętym badaniem, to jest w dniach (–60; +60) wokół dnia „0".

Z wykresu 13 wynika, że w okresie poprzedzającym ogłoszenie nabywania akcji własnych średnia skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu spada, przyjmując wartości ujemne. Może to świadczyć o niedowartościowaniu akcji. Od około czterdziestego piątego dnia przed ogłoszeniem zdarzenia wartość *ACAR* rośnie, by znów zanotować spadek i ponowny wzrost od około dwudziestego ósmego dnia przed podaniem do publicznej wiadomości planów nabycia akcji własnych. Najwyższe wartości obserwowane są w okolicach dnia ogłoszenia zdarzenia. W kolejnych dwudziestu dniach analizy widoczny jest zdecydowany trend spadkowy wartości średniej skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu. Od około dwudziestego dnia po ogłoszeniu zdarzenia skumulowana stopa zwrotu powraca do wartości z dnia zdarzenia. Podobny schemat zachowań cenowych zaobserwowała Będowska-Sójka (2003) w badaniu zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych na GPW w Warszawie w latach 1998–2002.




**Wykres 13.** Kształtowanie się średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu w okresie (–60; +60) dni wokół dnia ogłoszenia zdarzenia informującego o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz o planach nabywania akcji własnych

**Źródło:** opracowanie własne.

Wykres 13 przedstawia nieco inny schemat zachowań średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu dla inicjowania dywidendy. Wzrost *ACAR* widoczny jest od około pięćdziesiątego szóstego dnia przed ogłoszeniem informacji o rozpoczęciu wypłacania dywidendy, przy czym przez cały czas obserwowane są wartości dodatnie. W dniu poprzedzającym zdarzenie ma miejsce niewielki spadek, a następnie silny wzrost trwający do trzeciego dnia po zdarzeniu. W kolejnych dniach okresu badawczego obserwuje się trend spadkowy wartości średnich skumulowanych zwyżkowych stóp.

Ponieważ zgodnie z hipotezą sygnału większy potencjał sygnalizowania mają mniejsze spółki, oba portfele obserwacji podzielono na dwa podzbiory. W pierwszym znalazły się spółki mniejsze, w drugim spółki większe. Jako miarę wielkości przyjęto logarytm naturalny kapitalizacji rynkowej, wyliczony na koniec roku poprzedzającego zdarzenie. W sytuacji gdy hipoteza jest wyjaśnieniem reakcji rynku na zdarzenie, mniejsze spółki powinny wykazywać się wyższą skumulowaną stopą zwrotu wokół dnia ogłoszenia niż spółki większe (hipotezy H3a i H3b).

Tabela 29 przestawia statystyki opisowe dla średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy z uwzględnieniem wielkości spółek.

Analiza wyników testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu na ogłoszenie informacji o nabyciu akcji własnych przedstawionych w tabeli 30 pozwala na postawienie następujących wniosków. Po pierwsze, w przypadku dużych spółek wartości *ACAR* wyliczone dla wszystkich okien

zdarzenia cechują się istotnością statystyczną. W przypadku spółek małych wynik *ACAR*(–5; 5) nie wykazuje cech istotności statystycznej.

**Tabela 29.** Statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o nabywaniu akcji własnych z uwzględnieniem wielkości spółek (%)

| | Nabycie akcji własnych | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Małe spółki (*N* = 48) | | | Duże spółki (*N* = 47) | | |
| | Średnia | Odchylenie standardowe | Błąd standardowy średniej | Średnia | Odchylenie standardowe | Błąd standardowy średniej |
| *ACAR*(–1; +1) | 2,02 | 7,09 | 1,02 | 1,29 | 2,87 | 0,41 |
| *ACAR*(–2; +2) | 2,94 | 7,91 | 1,14 | 1,24 | 4,49 | 0,65 |
| *ACAR*(–3; +3) | 2,56 | 9,41 | 1,36 | 1,56 | 5,75 | 0,83 |
| *ACAR*(–4; +4) | 2,70 | 10,88 | 1,57 | 1,99 | 6,77 | 0,98 |
| *ACAR*(–5; +5) | 1,75 | 11,56 | 1,67 | 2,26 | 6,57% | 0,95 |

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 30.** Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia planów nabywania akcji własnych z uwzględnieniem wielkości spółek

| | Małe spółki (*N* = 48) | | | Duże spółki (*N* = 47) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | $\overline{ACAR}$ (%) | t-stat | p-value | $\overline{ACAR}$ (%) | t-stat | p-value |
| *ACAR*(–1; +1) | **2,02%** | **1,973** | **0,054*** | **1,28%** | **3,106** | **0,003***** |
| *ACAR*(–2; +2) | **2,94%** | **2,571** | **0,013**** | **1,24%** | **1,921** | **0,061*** |
| *ACAR*(–3; +3) | **2,56%** | **1,885** | **0,066*** | **1,56%** | **1,875** | **0,067*** |
| *ACAR*(–4; +4) | **2,70%** | **1,717** | **0,093*** | **1,99%** | **2,033** | **0,048**** |
| *ACAR*(–5; +5) | 1,75% | 1,049 | 0,300 | **2,26%** | **2,380** | **0,021**** |

Istotność statystyczna na poziomie * $p < 0{,}10$; ** $p < 0{,}05$; *** $p < 0{,}01$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Po drugie, wyniki badania wskazują, że spółki mniejsze charakteryzują się wyższą wartością średniej skumulowanej zwyżkowej stopy zwrotu we wszystkich okresach poza oknem (–5; +5). Najwyższą wartość *ACAR* = 2,94% ($p < 0{,}05$) dla spółek mniejszych uzyskano dla pięciodniowego okna zdarzenia, dla tego samego okna zdarzenia średnia skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu dla spółek większych wynosi 1,24% ($p < 0{,}1$).

Najwyższą wartość średniej skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu *ACAR* = 1,99% ($p < 0{,}05$) dla spółek większych uzyskano dla dziewięciodniowego okna zdarzenia, dla tego samego okresu *ACAR* dla spółek mniejszych wynosi 2,7% ($p < 0{,}1$).

Powyższe wyniki wydają się potwierdzać znaczenie wielkości spółki dla potencjału sygnalizowania w przypadku zdarzeń polegających na nabywaniu akcji własnych. Zgodnie z przyjętą hipotezą rynek silniej reaguje na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych przez małe spółki niż przez duże. Odnosząc się do teorii agencji, taki stan rzeczy może mieć związek z większą asymetrią informacji, którą cechują się małe przedsiębiorstwa.

Tabela 31 przedstawia statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o rozpoczęciu wypłacania dywidendy, z uwzględnieniem wielkości spółek.

**Tabela 31.** Statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy z uwzględnieniem wielkości spółek (%)

| | Małe spółki (*N* = 67) | | | Duże spółki (*N* = 66) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Średnia | Odchylenie standardowe | Błąd standardowy średniej | Średnia | Odchylenie standardowe | Błąd standardowy średniej |
| *ACAR*(–1; +1) | 0,42 | 5,40 | 0,66 | 0,35 | 3,39 | 0,42 |
| *ACAR*(–2; +2) | 1,29 | 7,08 | 0,86 | 0,42 | 3,64 | 0,45 |
| *ACAR*(–3; +3) | 2,16 | 7,94 | 0,97 | 0,62 | 4,02 | 0,49 |
| *ACAR*(–4; +4) | 2,04 | 8,19 | 1,00 | 0,59 | 4,93 | 0,61 |
| *ACAR*(–5; +5) | 1,70 | 9,28 | 1,13 | 0,56 | 5,41 | 0,67 |

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 32.** Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy z uwzględnieniem wielkości spółek

| | Małe spółki (*N* = 67) | | | Duże spółki (*N* = 66) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | $\overline{ACAR}$ (%) | t-stat | p-value | $\overline{ACAR}$ (%) | t-stat | p-value |
| *ACAR*(–1; +1) | 0,42 | 0,635 | 0,528 | 0,35 | 0,830 | 0,410 |
| *ACAR*(–2; +2) | 1,29 | 1,489 | 0,141 | 0,42 | 0,940 | 0,351 |
| *ACAR*(–3; +3) | **2,16** | **2,227** | **0,029*** | 0,62 | 1,262 | 0,211 |
| *ACAR*(–4; +4) | **2,04** | **2,042** | **0,045*** | 0,59 | 0,971 | 0,335 |
| *ACAR*(–5; +5) | 1,70 | 1,499 | 0,139 | 0,56 | 0,837 | 0,406 |

Istotność statystyczna na poziomie $^{*}$ $p < 0{,}10$; $^{**}$ $p < 0{,}05$; $^{***}$ $p < 0{,}01$.

**Źródło:** opracowanie własne.

Zgodnie z wynikami testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy wartości

*ACAR* wyliczone dla spółek większych nie wykazują cech istotności statystycznej na ogólnie przyjętych poziomach istotności dla żadnego z analizowanych okien zdarzenia (tabela 32). Dla spółek mniejszych jedynie dwie wartości *ACAR* są statystycznie różne od zera – *ACAR*(–3; +3) oraz *ACAR*(–4; +4).

Wobec powyższego wyniki niniejszego badania nie uprawniają do wnioskowania na temat znaczenia wielkości spółki dla siły reakcji rynku na upublicznienie informacji o inicjowaniu wypłacania dywidendy przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2016.

## 5.5. Podsumowanie

Celem badań, których wyniki przedstawiono w niniejszym rozdziale, była analiza reakcji rynku na dwa zdarzenia odnoszące się do rozważanej w dysertacji polityki wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy – ogłoszenia inicjowania wypłacania dywidendy oraz upublicznienia planów nabywania akcji własnych. Na potrzeby analiz sformułowano trzy hipotezy, które wynikają ze studiów literaturowych oraz badań prowadzonych w obszarze zawartości informacyjnej dywidend i nabywania akcji własnych przez autorkę i innych badaczy, zarówno w Polsce, jak i na świecie.

Analiza wyników testowania parametrycznego średnich zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz upublicznienia planów nabywania akcji własnych wskazuje, zgodnie z oczekiwaniami, że zarówno ogłoszenie informacji o dywidendzie inicjalnej, jak i ujawnienie planów dotyczących nabywania akcji własnych spotkały się z pozytywną reakcją rynku.

Również wartości testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia wskazują, że wartości *ACAR* są statystycznie różne od zera zarówno dla inicjowania dywidendy, jak i dla planów nabywania akcji własnych. Dodatnie, statystycznie istotne wartości *ACAR* uzyskano dla pięcio-, siedmio-, dziewięcio- i jedenastodniowych okien zdarzenia.

Powyższe wyniki dają zatem podstawę do pozytywnego zweryfikowania **hipotez H11a** oraz **H11b**.

Analiza i porównanie wartości średnich zwyżkowych stóp zwrotu *AR* oraz wartości średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu *ACAR* wokół dnia zdarzenia wskazują, że w obu przypadkach wyższe wartości odnotowano dla ogłoszenia planów nabywania akcji własnych niż dla inicjowania dywidendy. Wartości średnich zwyżkowych stóp zwrotu z dnia ogłoszenia informacji są dla obu zdarzeń dodatnie i statystycznie istotne na ogólnie przyjętych poziomach istotności. Wyniki badania wskazują, iż średnia zwyżkowa stopa zwrotu z dnia ogłoszenia

dywidendy inicjalnej $\overline{AR_0}$ wynosi 0,42% ($p < 0{,}1$) i jest niższa niż $\overline{AR_0}$ = 0,51% ($p < 0{,}1$) dla obserwacji obejmujących ogłoszenia nabywania akcji własnych. Świadczy to o silniejszej reakcji inwestorów na upublicznienie informacji o upoważnieniu zarządu do nabywania akcji własnych spółki niż na ogłoszenie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy na temat inicjowania wypłacania dywidendy. W świetle uzyskanych wyników zasadne wydaje się wnioskowanie o pozytywnej weryfikacji **hipotezy H12**.

W toku dalszych badań uznano, iż są podstawy do przyjęcia **hipotezy H13b**, która zakłada występowanie silniejszej reakcji rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych przez spółki małe w stosunku do dużych. Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o nabyciu akcji z uwzględnieniem wielkości spółek wskazują, że spółki mniejsze charakteryzują się wyższą wartością *ACAR* w trzy-, pięcio-, siedmio- i dziewięciodniowych oknach zdarzenia w stosunku do spółek większych, a wyniki cechują się istotnością statystyczną. Wobec powyższego są podstawy do pozytywnego zweryfikowania **hipotezy H13b**.

Wyniki przeprowadzonych analizy nie dają jednak podstaw do pozytywnej weryfikacji **hipotezy H13a**, zakładającej znaczenie wielkości spółki dla siły reakcji rynku na upublicznienie informacji o inicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach.

Podsumowując, reakcja rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych cechuje się wyższymi zwyżkowymi stopami zwrotu niż analogiczna reakcja w odniesieniu do zapowiedzi inicjowania wypłaty dywidendy. Taki rezultat jest zbieżny z wynikami wcześniejszych badań prowadzonych przez Gryglewicza (2004) dla lat 1997–2004 czy Gurgula i Majdosza (2005) dla lat 2000–2004. Specyfika reakcji rynku nie uległa zatem zmianie, natomiast uzyskane w niniejszym badaniu wyniki dają podstawę przypuszczać, że z biegiem lat średnia siła reakcji polskiego rynku kapitałowego na ogłoszenie analizowanych zdarzeń uległa zauważalnemu zmniejszeniu. Przy czym taki proces nie jest niczym nowym, zaobserwowano go bowiem także na bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych w odniesieniu do reakcji na nabywanie akcji własnych (Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995).

# Zakończenie

Tematyka wypłat na rzecz akcjonariuszy jest w ostatnich latach zagadnieniem skupiającym uwagę wielu badaczy na świecie. W Polsce podejmowane są badania dotyczące polityki dywidend czy nabywania akcji własnych, natomiast rzadko przedmiotem badań są równocześnie obie formy przekazywania gotówki dla akcjonariuszy. Ponadto nie ma potwierdzenia stosowania i zakorzenienia się w polskim piśmiennictwie z zakresu finansów pojęcia *polityka wypłat*.

Decyzje dotyczące podziału zysku, wypłaty dywidendy czy nabywania akcji własnych są niezwykle istotne z punktu widzenia przedsiębiorstwa, wywierają bowiem wpływ na niemal wszystkie sfery jego funkcjonowania. Należy podkreślić dużą złożoność problematyki wypłat, o czym świadczy analiza światowego i krajowego dorobku naukowego w tym obszarze. Fakt występowania wielu różnorodnych teorii i hipotez próbujących wyjaśniać politykę dywidend czy nabywania akcji własnych jest potwierdzeniem skomplikowania analizowanej materii.

Należy zaznaczyć, że dywidenda ma w sensie historycznym dominujące znaczenie w polityce wypłat na rzecz akcjonariuszy – nie tylko w Polsce, ale i na całym świecie. Warto przy tym zauważyć, że na wielu rynkach europejskich jeszcze na początku XXI wieku nie było możliwe nabywanie akcji własnych. Wynikało to albo z zapisów prawa, albo było efektem złożoności procedur administracyjnych (Słoński, 2012). Z biegiem lat doświadczenia przedsiębiorstw dawały przykłady na to, że w pewnych sytuacjach nabywanie akcji własnych to narzędzie zwiększające wartość spółki (Sójka, 2002), a w rezultacie wartość dla akcjonariuszy.

Nabycie akcji własnych zaczęło być traktowane jako narzędzie poszerzające możliwości realizacji polityki wypłat spółek giełdowych. Zarębski (2013) zauważa nawet tendencję stałego rozszerzania palety rozwiązań wykorzystywanych do finansowych rozliczeń spółki z jej właścicielami. Badacze zainteresowani problematyką wypłat, początkowo w Stanach Zjednoczonych, a obecnie na całym świecie, zaczęli stosować określenie *payout policy*, co oznaczało przejście z jednowymiarowej polityki dywidend do wieloskładnikowej polityki wypłat na rzecz inwestorów.

Wszystko to generowało potrzebę empirycznego poznania istoty polityki wypłat oraz roli i miejsca decyzji o nabywaniu akcji własnych w polityce wypłat spółek giełdowych w Polsce. Według wiedzy autorki jedynie Horbaczewska podjęła rozważania dotyczące problematyki wypłat dla akcjonariuszy (21 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2003–2010) – jej badanie miało na celu analizę

wpływu wypłat na wycenę akcji na rynku kapitałowym. Uznano zatem, że w tym obszarze wystąpiła luka poznawcza, podjęcie badań ją uzupełniających jest zaś istotne z uwagi na aktualność tematyki.

Realizacja celu teoriopoznawczego pracy, jakim była analiza i synteza światowego oraz krajowego dorobku naukowego obejmującego tematykę polityki dywidend i nabywania akcji własnych, pozwoliła zidentyfikować zagadnienia, które w toku badań empirycznych zostały poddane głębszej analizie. W konsekwencji w powyższej monografii podjęto próbę zaprezentowania kompleksowego spojrzenia na problematykę polityki wypłat niefinansowych krajowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście trzech aspektów:

1) istoty i skali polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy oraz roli poszczególnych jej form,
2) skłonności spółek do realizacji określonej formy polityki wypłat,
3) reakcji rynku na podjęcie przez spółki działań w kierunku realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy.

Wobec powyższego podjęto badania empiryczne, których cele miały trojaki charakter. Pierwszym celem była analiza zjawiska polityki wypłat krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2004–2016. Drugim była identyfikacja i porównanie determinant skłonności badanych spółek do wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych. Z kolei trzecim celem badania była analiza reakcji rynku na upublicznienie informacji o zainicjowaniu przez spółki wypłacania dywidendy (lub wznowieniu jej wypłacania po co najmniej trzech latach) oraz ujawnienie informacji o planach nabywania akcji własnych. Tak ujęte cele miały charakter zarówno empiryczny, jak i aplikacyjny.

Wyniki przeprowadzonych badań własnych wskazują, że po pierwsze w latach 2004–2016 wzrastało znaczenie realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy – w roku 2015 liczba spółek dokonujących wypłat przewyższyła liczbę spółek niedzielących się zyskiem z akcjonariuszami. Podobny trend dla rynku amerykańskiego zaobserwowano po roku 2002 (Floyd, Li, Skinner, 2015). Po drugie, dywidenda była i wciąż jest główną formą wypłat na rzecz właścicieli w grupie krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Zgodnie z wynikami analiz ponad 93% łącznych środków wypłacono akcjonariuszom w formie dywidend. Po trzecie, analizowane spółki wykorzystują programy nabywania akcji własnych, jednak w niewielkim stopniu w porównaniu do dywidend i w mniejszym stopniu niż spółki europejskie. Po czwarte, zaobserwowano, podobnie jak na rynku europejskim (Kowerski, 2017), wzrost wartości wskaźników wypłat badanych spółek, zarówno w obszarze dywidend, jak i nabywana akcji własnych. Ponadto analiza wartości dywidend oraz środków wypłaconych na nabycia akcji własnych w relacji

do zysku netto wypracowanego przez spółki w roku poprzedzającym, wskazuje na wzrost analizowanych relacji w kolejnych latach. Jednak tempo tego wzrostu było zróżnicowane w zależności od analizowanej formy wypłat – zdecydowanie silniejsze obserwowane jest w przypadku wypłat dywidendy.

Przeprowadzone analizy wskazują, że w realizacji wypłat dywidend dominują przedsiębiorstwa z branż „chemia i surowce", „technologie" czy „dobra konsumpcyjne". Duży odsetek wypłaconych dywidend pochodzi także ze spółek należących do branży „paliwa i energia" (około 20%). Z kolei przedsiębiorstwa z branży „produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa" mają także znaczący udział (19%) w łącznej kwocie środków wydanych na nabycia akcji własnych. Analiza wskazuje, że udział pozostałych branż i sektorów w polityce wypłat badanych spółek jest w zasadzie marginalny.

Kolejna obserwacja dotyczy dość dużego zróżnicowania badanych spółek według określonego podejścia do prowadzonej polityki wypłat. Z analiz wynika, że spółki, które w ogóle nie realizują wypłat na rzecz akcjonariuszy, są – w porównaniu do spółek realizujących jakikolwiek typ wypłat (czy to przez dywidendy, czy przez nabywanie akcji własnych, czy też przez obie formy wypłat) – młodsze stażem na giełdzie papierów wartościowych, charakteryzują się niższymi przychodami ze sprzedaży, niższym poziomem zysku netto oraz poziomem środków pieniężnych. Analizowane spółki cechuje także niższa wartość aktywów netto oraz niższa kapitalizacja. Można zatem wnioskować, że do grupy spółek nierealizujących wypłat na rzecz właścicieli należą spółki mniejsze, młodsze, osiągające niższe wyniki finansowe.

Uzyskane w toku badań własnych wyniki dają podstawę przypuszczać, że inne czynniki determinują skłonność niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłaty dywidendy, a inne do podejmowania decyzji o nabywaniu akcji własnych. Przeprowadzone analizy wskazują, że jedynie wielkość spółki oraz ryzyko są determinantami skłonności spółek do realizacji obu analizowanych form wypłat. Należy przy tym zauważyć, że w przypadku skłonności spółek do wypłacania dywidend zmienną opisującą wielkość, której istotność potwierdzono w badaniu jest $\ln S_{t-1}$ (logarytm naturalny wartości sprzedaży ogółem na koniec roku $t - 1$), natomiast skłonność do nabywania akcji własnych lepiej opisuje zmienna $\ln A_{t-1}$ (logarytm naturalny aktywów ogółem na koniec roku $t - 1$).

Zmienną opisującą ryzyko, stanowiąca istotną destymulantę skłonności spółek zarówno do wypłacania dywidend, jak i nabywania akcji własnych, jest $SDOI_{t-1}$ (odchylenie standardowe wartości przychodów operacyjnych do wartości kapitałów ogółem na koniec roku $t - 1$).

Wyniki badań własnych pozwalają wnioskować, iż rentowność spółki w roku $t - 1$ (opisywana przez dwie zmienne: $EA_{t-1}$, $ROE_{t-1}$), dostępność środków

pieniężnych w roku $t-1$ ($CASHTA_{t-1}$), poziom ostatnio wypłaconej dywidendy w relacji do wartości kapitałów własnych ($Div_Eq_{t-1}$) stanowią czynniki zwiększające prawdopodobieństwo, a ryzyko zmienności cen akcji w roku $t-1$ ($PriceVolat_{t-1}$) oraz możliwości inwestycyjne w roku $t-1$ ($MTBV$) stanowią zaś czynniki zmniejszające prawdopodobieństwo wypłacenia przez spółkę dywidendy w roku $t$.

Ponadto rezultaty badania wskazują, że poziom zadłużenia długoterminowego na koniec roku $t-1$ ($LongLev_{t-1}$) stanowi istotną destymulantę, a poziom środków wydanych na zakup akcji własnych do wartości kapitałów własnych na koniec roku $t-1$ ($BB_Eq_{t-1}$) stanowi istotną stymulantę skłonności badanych spółek do nabywania akcji własnych w roku $t$.

Niniejsze badanie nie pozwoliło na pozytywne zweryfikowanie znaczenia niedowartościowania dla skłonności spółek do nabywania akcji własnych. Taki rezultat wydaje się dość zaskakujący. Niedowartościowanie zostało potwierdzone w badaniach Stephensa i Weisbacha (1998), jednak już w badaniach Dittmar (2000) potwierdzono statystyczną istotność tej zmiennej jedynie dla kilku lat okresu 1977–1996. Taki wynik może wynikać z metodyki wyliczania zmiennej opisującej niedowartościowanie (Stephens i Weisbach badali programy typu *share repurchase* kwartalnie, analizując wartość wskaźnika *RETURN* na koniec kwartału poprzedzającego nabycie akcji). Różnica w przyjętym okresie analizy także może być przyczyną braku istotności parametru oszacowanego dla omawianej zmiennej w niniejszym badaniu. Wobec powyższego, być może zasadne byłoby uwzględnienie w przyszłych badaniach wartości wskaźnika opisującego niedowartościowanie nie na koniec roku poprzedzającego nabycie akcji, lecz na koniec kwartału. Poza tym należałoby się zastanowić, czy datą odniesieniu powinien być czas, kiedy nabyto akcje własne, czy raczej data ogłoszenia programu nabywania akcji własnych. Należy zauważyć, że analizowane przypadki nabywania akcji własnych realizowane były na podstawie kilkuletnich programów. Oczywiście realizacja takiego programu mogła zostać zaniechana, jednak decyzja była podejmowana w konkretnym roku, wobec analizy wówczas panującej sytuacji.

Biorąc pod uwagę powyższe rezultaty badań, należy przyjąć, iż nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy HG1, zakładającej, że istnieje zróżnicowanie czynników determinujących skłonność niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy oraz nabywania akcji własnych.

Przeprowadzone analizy skłonności spółek do realizacji polityki wypłat przez dywidendy lub nabywanie akcji własnych dają podstawę do sformułowania jeszcze jednej konkluzji dotyczącej charakteru estymowanych modeli. Mianowicie dla mniejszej liczby zmiennych oszacowane parametry są istotne statystycznie w modelach opisujących prawdopodobieństwo nabywania akcji własnych niż w modelach odnoszących się do prawdopodobieństwa wypłacania dywidendy. Ponadto

niższa jest siła objaśniania modeli opisujących skłonność spółek do nabywania akcji własnych niż modeli opisujących skłonność do wypłacania dywidendy pieniężnej. Taki rezultat nie jest jednak zaskakujący i specyficzny jedynie dla rynku polskiego, modele o podobnych charakterystykach uzyskali bowiem Von Eije i Megginson (2008) dla danych z krajów starej Unii Europejskiej.

Formułując drugą hipotezę badawczą HG2, przyjęto, że rynek reaguje pozytywnie na obie analizowane formy realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy, jednak założono występowanie silniejszej reakcji na ogłoszenie planów nabywania akcji własnych przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Analiza wyników testowania parametrycznego średnich zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz upublicznieniu zamiarów nabywania akcji własnych wskazuje, iż – zgodnie z oczekiwaniami – zarówno inicjowanie dywidendy, jak i plany nabycia akcji własnych spotkały się z pozytywną reakcją rynku. Niemniej jednak należy podkreślić, że silniejszą reakcję odnotowano w przypadku upublicznienia informacji o upoważnieniu zarządu do nabywania akcji własnych spółki.

Wyniki przeprowadzonych badań nie dają podstaw do wnioskowania na temat zakładanego związku między wielkością spółki a siłą reakcji rynku na informacje o inicjowaniu dywidendy. Z drugiej strony rezultaty analiz wskazują na występowanie takiego związku w przypadku nabywania akcji własnych. Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o nabyciu akcji wskazują, że dla spółek mniejszych uzyskano wyższe wartości średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu niż dla spółek większych. Rynek silniej reaguje zatem na plany nabywania akcji własnych przez spółki małe, w których prawdopodobnie występuje większa asymetria informacji.

Podsumowując, reakcja rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych cechuje się wyższymi zwyżkowymi stopami zwrotu niż analogiczna reakcja w odniesieniu do zapowiedzi inicjowania dywidendy. Tak więc obie analizowane formy wypłat na rzecz akcjonariuszy mogą być wykorzystywane jako narzędzie sygnalizacyjne przez zarząd spółki i akcjonariuszy większościowych dla akcjonariuszy mniejszościowych i potencjalnych inwestorów. Zgodnie z wynikami badań obie formy mają bowiem moc sygnalizacyjną, jednak silniejsza wydaje się charakteryzować nabycia akcji własnych.

Taki rezultat jest zbieżny z wynikami wcześniejszych badań prowadzonych przez Gryglewicza (2004) czy Gurgula i Majdosza (2005). Specyfika reakcji rynku nie uległa zatem zmianie. Natomiast wyniki badań wskazują, że z biegiem lat średnia siła reakcji polskiego rynku kapitałowego na ogłoszenie analizowanych zdarzeń uległa zmniejszeniu. Taki proces zaobserwowano także na bardziej rozwiniętych

rynkach kapitałowych, w odniesieniu do reakcji rynku na nabywanie akcji własnych (Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995). Konkludując, uzyskane w toku badań własnych wyniki empiryczne nie dają podstaw do odrzucenia hipotezy HG2.

Należy podkreślić, że teoria sygnalizacji nie jest wystarczająca do wyjaśnienia istoty dywidendy czy nabywania akcji własnych. Zwraca jednak uwagę na wiele aspektów, które zarządzający powinni brać pod uwagę, podejmując decyzje dotyczące polityki wypłat, aby nie narazić się na szybkie i radykalne reakcje rynku. Wyniki badań wskazują, że inwestorzy są wrażliwi na informacje płynące ze spółek, dotyczące podejmowania działań w zakresie polityki wypłat, w tym szczególnie na plany nabywania akcji własnych. Ogłoszenie zamiaru nabycia akcji własnych przez spółkę może skutkować znaczącą reakcją rynku, niezależnie od tego, czy spółka przeprowadzi w przyszłości nabycie, czy też nie.

Należy zauważyć, że prezentowane wyniki badań nie dają podstaw do weryfikacji wszystkich postawionych hipotez cząstkowych. Ponadto, biorąc pod uwagę fakt, że przeprowadzone badania są jednymi z pierwszych w obszarze polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, autorka ma świadomość, że do ich rezultatów należy podejść z pewnym dystansem. W celu weryfikacji wyników niniejszych analiz i wniosków sformułowanych na ich podstawie konieczna jest zaś kontynuacja badań w tym obszarze.

Prezentowana rozprawa, podejmująca próbę kompleksowego ujęcia problematyki wypłat na rzecz akcjonariuszy, nie wyczerpuje wszystkich problemów badawczych analizowanego zagadnienia. Ważnym kwestią, która nie została poruszona w niniejszej pracy, a na którą wskazywał już Kowerski (2011a), jest identyfikacja czynników determinujących decyzje o poziomie wypłacanych dywidend. Słuszne byłoby więc przeprowadzenie tego typu badań w obszarze nabywania akcji własnych. Można podjąć również próby zastosowania innych metod estymacji.

Ponadto do zagadnień, które mogą stanowić kierunki dalszych eksploracji naukowych, można zaliczyć identyfikację czynników determinujących reakcję rynku na ogłoszenie przez spółkę decyzji o inicjowaniu wypłacania dywidendy czy nabywaniu akcji własnych. Tego typu badania w odniesieniu do reakcji inwestorów na nabycia akcji własnych prowadzili między innymi Będowska-Sójka (2003), Gryglewicz (2004) czy Wrońska-Bukalska, Kaźmierska-Jóźwiak i Rozkovec (2018).

Interesujące wydaje się być również podjęcie badania w zakresie weryfikacji hipotezy zawartości informacyjnej dywidend, która zakłada, że zmianom wartości dywidend towarzyszą odpowiednie zmiany przyszłych zysków. Analiza dorobku światowego w tym zakresie wskazuje na niejednoznaczność zagadnienia (Healy, Palepu, 1988; Benartzi, Michaely, Thaler, 1997; Nissim, Ziv, 2001; Grullon, Michaely, Swaminathan, 2002; Grullon, Michaely, Benartzi, Thaler, 2005). Ciekawe byłoby także rozszerzenie tych badań na obszar nabywania akcji własnych.

Zamysłem autorki było kompleksowe ujęcie problematyki wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Uznano bowiem, że w tym obszarze wystąpiła pewna luka badawcza, podjęcie badań ją uzupełniających było zaś istotne ze względu na stan piśmiennictwa światowego w tym zakresie. Podjęte w pracy problemy badawcze wydały się aktualne i istotne także ze względu na zmiany na rynkach kapitałowych, generujące tendencję do rozszerzania palety rozwiązań wykorzystywanych do finansowych rozliczeń spółki z jej właścicielami oraz innych zmian w samych spółkach, których podejście do polityki wypłat ulegało wyraźnej ewolucji. Ponadto należy zaznaczyć, że badaniem objęto nie wybraną, wąską grupę spółek z określonego sektora, a całą zbiorowość niefinansowych spółek krajowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

# Bibliografia


Aczel A.D. (2000), *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Aharony J., Swary I. (1980), *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis*, „The Journal of Finance", vol. 35(1), s. 1–12.

Ainsworth A.B., Fong K.Y., Gallagher D.R., Partington G. (2016), *Taxes, Order Imbalance and Abnormal Returns around the ex-Dividend day*, https://ssrn.com/abstract=1314087 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1314087.

Aivazian V.A., Booth L., Cleary S. (2006), *Dividend smoothing and debt ratings*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 41(2), s. 439–453.

Akerlof G.A. (1970), *The Market for Lemons: Qualitative uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics", vol. 84, s. 488–500.

Akyol A.C., Foo C.C. (2013), *Share Repurchase Reasons and the Market Reaction to Actual Share Repurchases: Evidence from Australia*, „International Review of Finance", vol. 13(1), s. 1–37, http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2443.2012.01159.x.

Al-Malkawi H.A.N., Rafferty M., Pillai R. (2010), *Dividend policy: A review of theories and empirical evidence*, „International Bulletin of Business Administration", vol. 9(1), s. 171–200.

Allen F., Bernardo A.E., Welch I. (2000), *A theory of dividends based on tax clienteles*, „The Journal of Finance", vol. 55(6), s. 2499–2536.

Almeida H., Fos V., Kronlund M. (2016), *The real effects of share repurchases*, „Journal of Financial Economics", vol. 119(1), s. 168–185.

Aluchna M., Berent T., Kamiński B. (2019), *Dividend Payouts and Shareholder Structure: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „Eastern European Economics", https://doi.org/10.1080/00128775.2019.1568196.

Alzahrani M., Lasfer M. (2009), *The Impact of Taxation on Dividends: A Cross-Country Analysis*, https://ssrn.com/abstract=1343826 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343826.

Alzahrani M., Lasfer M. (2012), *Investor protection, taxation, and dividends*, „Journal of Corporate Finance", vol. 18(4), s. 745–762.

Amihud Y., Li K. (2006), *The declining information content of dividend announcements and the effects of institutional holdings*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 41(3), s. 637–660.

Amihud Y., Murgia M. (1997), *Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany*, „The Journal of Finance", vol. 52(1), s. 397–408.

Andres C., Betzer A., Van den Bongard I., Haesner C., Theissen E. (2013), *The information content of dividend surprises: Evidence from Germany*, „Journal of Business Finance & Accounting", vol. 40(5–6), s. 620–645.

Andriosopoulos D., Hoque H. (2013), *The determinants of share repurchases in Europe*, „International Review of Financial Analysis", no. 27, s. 65–76.

Andriosopoulos D., Lasfer M. (2015), *The market valuation of share repurchases in Europe*, „Journal of Banking & Finance", no. 55, s. 327–339.

Andriosopoulos D., Gaganis C., Pasiouras F. (2016), *Prediction of open market share repurchases and portfolio returns: evidence from France, Germany and the UK*, „Review of Quantitative Finance and Accounting", vol. 46(2), s. 387–416, https://doi.org/10.1007/s11156-014-0473-1.

Ang J.S., Blackwell W., Megginson W.L. (1991), *The effect of taxes on the relative valuation of dividends and capital gains: Evidence from dual-class British investment trusts*, „The Journal of Finance", vol. 46(1), s. 383–399.

Asquith P., Mullins Jr D.W. (1983), *The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth*, „Journal of Business", vol. 56(1), s. 77–96.

Asquith P., Mullins Jr D.W. (1986), *Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues*, „Financial Management", vol. 15(3), s. 27–44.

Asyngier R. (2015), *Wpływ zmiany rynku notowań na cenę akcji polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego", nr 862, s. 19–30.

Athanassakos G., Fowler D. (1993), *New evidence on the behavior of Canadian Stock prices in the days surrounding the ex-dividend day*, „Quarterly Journal of Business and Economics", vol. 32(4), s. 26–50.

Bagwell L.S. (1992), *Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity*, „The Journal of Finance", vol. 47(1), s. 71–105.

Baker H.K., Kilincarslan E. (2018), *Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience*, „Global Finance Journal", https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.02.005.

Baker H.K., Weigand R. (2015), *Corporate dividend policy revisited*, „Managerial Finance", vol. 41(2), s. 126–144.

Baker M., Wurgler J. (2004a), *Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives*, „Journal of Financial Economics", vol. 73, no. 2, s. 271–288.

Baker M., Wurgler J. (2004b), *A catering theory of dividends*, „The Journal of Finance", vol. 59(3), s. 1125–1165.

Baker H.K., Powell G.E., Veit E.T. (2002), *Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?*, „Review of Financial Economics", vol. 11(4), s. 241–261.

Baker H.K. (red.). (2009), *Dividends and dividend policy*, John Wiley & Sons, Hoboken.

Bali R., Francis J.C. (2016), *Ex day effects of the 2003 dividend tax cut*, „International Review of Economics & Finance", no. 41, s. 11–22.

Bali R., Hite G.L. (1998), *Ex dividend day stock price behavior: discreteness or tax-induced clienteles?*, „Journal of Financial Economics", vol. 47(2), s. 127–159.

Bandarzewski K. (1996), *Prawo do udziału w zysku rocznym oraz prawo do dywidendy przysługujące akcjonariuszowi w spółce akcyjnej*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego", nr 7–8, s. 7–14.

Barclay M.J. (1987), *Dividends, taxes, and common stock prices: The ex-dividend day behavior of common stock prices before the income tax*, „Journal of Financial Economics", vol. 19(1), s. 31–44.

Bauer L., Beveridge S., Jha R. (2006), *The Dividend Puzzle: The Influence of Taxes*, Tick Size and Short-Term Trading on Ex-Dividend Day Prices in Canada, September 13, https://ssrn.com/abstract=302935 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302935.

Baum C.F. (2006), *An introduction to modern econometrics using Stata*, A Stata Press Publication StataCorp LP College Station, Texas.

Bell L., Jenkinson T. (2002), *New evidence of the impact of dividend taxation and on the identity of the marginal investor*, „The Journal of Finance", vol. 57(3), s. 1321–1346.

Bena J., Hanousek J. (2008), *Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic*, „Czech Journal of Economics and Finance", vol. 58 (3–4), s. 106–130.

Benartzi S., Michaely R., Thaler R. (1997), *Do changes in dividends signal the future or the past?*, „The Journal of Finance", vol. 52(3), s. 1007–1034.

Bessler W., Drobetz W., Seim M. (2009), *Motives and valuation effects of share repurchase announcements in Germany: a comparison of established firms and initial public offerings*, Justus Liebig University, Gießen.

Będowska-Sójka B. (2003), *Zawartość informacyjna nabywania akcji własnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", vol. LXV, nr 3, s. 165–180.
Będowska-Sójka B. (2014), *Wpływ informacji na ceny instrumentów finansowych: analiza danych śróddziennych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
Bhardwaj R.K., Brooks L.D. (1999), *Further evidence on dividend yields and the ex-dividend day stock price effect*, „Journal of Financial Research", vol. 22(4), s. 503–514.
Bhattacharya S. (1979), *Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy*, „Bell Journal of Economics", vol. 10(1), s. 259–270.
Bhattacharya U., Jacobsen S.E. (2015), *The Share Repurchase Announcement Puzzle: Theory and Evidence*, „Review of Finance", vol. 20(2), s. 725–758.
Bieniak J., Bieniak M., Nita-Jagielski G., Oplustil K., Pabis R., Rachwał A., Spyra M., Suliński G., Tofel M., Zawłocki R. (2015), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Bierman H. (1997), *The dividend reinvestment plan puzzle*, „Applied Financial Economics", vol. 7(3), s. 267–271, http://dx.doi.org/10.1080/096031097333628.
Black F. (1976), *The dividend puzzle*, „The Journal of Portfolio Management", vol. 2(2), s. 5–8.
Black F., Scholes M. (1974), *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, „Journal of Financial Economics", vol. 1(1), s. 1–22.
Blajer-Gołębiewska A., Czerwonka L. (2012), *Long-run IPO overpricing: evidence from the Warsaw stock exchange*, „World Journal of Social Sciences", vol. 2(1), s. 34–44.
Block S.B., Hirt G.A. (1987), *Foundation of Financial Management*, Irwin, Homewood.
Blouin J.L., Raedy J.S., Shackelford D.A. (2004), *The infliangitial impact of the 2003 reduction in the dividend tax rate*, University of North Carolina Working Paper.
Bohdanowicz L. (2016), *Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
Booth L., Zhou J. (2017), *Dividend policy: A selective review of results from around the world*, „Global Finance Journal", no. 34, s. 1–15, https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.07.002.
Boyd J.H., Jagannathan R. (1994), *Ex-dividend price behavior of common stocks*, „The Review of Financial Studies", vol. 7(4), s. 711–741.
Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R. (2005), *Payout policy in the 21st century*, „Journal of Financial Economics", vol. 77(3), s. 483–527.
Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. (2008), *The Effect of the May 2003 Dividend Tax Cut on Corporate Dividend Policy: Empirical and Survey Evidence*, „National Tax Journal", vol. 61(3), s. 381–396.
Brigham E.F., Houston J.F. (2015), *Zarządzanie finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Brittain J.A. (1964), *The tax structure and corporate dividend policy*, „The American Economic Review", vol. 54(3), vol. 272–287.
Brockman P., Unlu E. (2011), *Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study*, „Journal of Banking & Finance", vol. 35(7), s. 1610–1625.
Brown P., Clarke A. (1993), *The ex-dividend day behaviour of Australian share prices before and after dividend imputation*, „Australian Journal of Management", vol. 18(1), s. 1–40.
Brown S.J., Warner J.B. (1985), *Using daily stock returns: The case of event studies*, „Journal of Financial Economics", vol. 14(1), s. 3–31.
Brycz B., Pauka M. (2013a), *Dywidendy inicjalne jako sygnały o przyszłych wynikach na przykładzie spółek z GPW w Warszawie*, „Zarządzanie i Finanse", vol. 11(2, cz. 4), s. 19–29.
Brycz B., Pauka M. (2013b), *Analiza polityki dywidend w polskich przedsiębiorstwach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego", nr 768, s. 31–50.

Bukalska E. (2013), *Rentowność i płynność a dywidendy i wykupy akcji*, „Zarządzanie i Finanse", vol. 2(2), s. 31–42.

Bulan L.T., Subramanian N. (2009), *The firm life cycle theory of dividends*, [w:] H.K. Baker (red.), *Dividends and dividend policy*, John Wiley & Sons, Hoboken, s. 201–213.

Bulan L.T., Subramanian N., Tanlu L. (2007), *On the timing of dividend initiations*, „Financial Management", vol. 36(4), s. 31–65.

Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A. (2017), *Stock market reaction to CEO appointment–preliminary results*, „Journal of Management and Business Administration", vol. 25(2), s. 23–42.

Capstaff J., Klaeboe A., Marshall A.P. (2004), *Share price reaction to dividend announcements: Empirical evidence on the signaling model from the Oslo stock exchange*, „Multinational Finance Journal", vol. 8(1), s. 115–139.

Chetty R., Saez E. (2005), *Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut*, „The Quarterly Journal of Economics", vol. 120(3), s. 791–833.

Cichacz K., Wojtalik G. (2016), *Cateringowe podejście do polityki dywidendy wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Journal of Capital Market and Behavioral Finance", vol. 2(4), s. 7–16.

Comment R., Jarrell G.A. (1991), *The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases*, „The Journal of Finance", vol. 46(4), s. 1243–1271.

Coulton J.J., Ruddock C. (2011), *Corporate payout policy in Australia and a test of the life--cycle theory*, „Accounting & Finance", vol. 51(2), s. 381–407, https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00356.x.

Cramer J.S. (1999), *Predictive performance of the binary logit model in unbalanced samples*, „Journal of the Royal Statistical Society: Series D (The Statistician)", vol. 48(1), s. 85–94.

Cudd M., Duggal R., Sarkar S. (1996), *Share repurchase motives and stock market reaction*, „Quarterly Journal of Business and Economics", vol. 35(2), s. 66–76.

Czapiewski L. (2015), *Czy inwestorzy wierzą analitykom? Analiza reakcji inwestorów na rekomendacje giełdowe na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 75 „Rynek kapitałowy: skuteczne inwestowanie", s. 111–121.

Czapiewski L., Jewartowski T. (2012), *Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach", nr 106 „Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania: rynki finansowe", s. 273–286.

Czerwonka L. (2010a), *Wpływ fuzji przedsiębiorstw na ich wartość*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa" nr 4(723), s. 31–37.

Czerwonka L. (2010b), *Wpływ wezwań do sprzedaży akcji na stopę zwrotu z akcji spółek objętych ofertą przejęcia*, [w:] D. Kopycińska (red.), *Problemy gospodarowania w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 193–205.

Czerwonka L. (2010c), *Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących*, „Przegląd Organizacji", nr 10, s. 33–36.

Czerwonka L. (2010d), *Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 34, „Uwarunkowania wzrostu wartości przedsiębiorstw w warunkach konkurencji", s. 67–85.

Czerwonka M., Gorlewski B. (2012), *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.

Dahlquist M., Robertsson G., Rydqvist K. (2014), *Direct evidence of dividend tax clienteles*, „Journal of Empirical Finance", no. 28, s. 1–12.

Damodaran A. (1997), *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, New York.

Damodaran A. (2017), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice.
Dann L.Y. (1981), *Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Shareholders*, „Journal of Financial Economics", vol. 9, no. 2, s. 113–138.
Dasilas A. (2009), *The ex-dividend day stock price anomaly: evidence from the Greek stock market*, „Financial Markets and Portfolio Management", vol. 23(1), s. 59–91.
Daunfeldt S.O. (2002), *Tax policy changes and ex-dividend behavior: The case of Sweden*. EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper, https://ssrn.com/abstract=301293 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.301293.
Daunfeldt S.O., Selander C., Wikström M. (2015), *Taxation, Dividend Payments and Ex-Day Price-Changes (June 25, 2015)*, „Multinational Finance Journal", vol. 13, no. 1/2, s. 135–154, https://ssrn.com/abstract=2623035 (dostęp: 18.10.2018).
Dąbrowski D. (2008), *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną na podstawie upoważnienia walnego zgromadzenia w kodeksie spółek handlowych w świetle regulacji dyrektywy kapitałowej*, „Przegląd Prawa Handlowego", nr 8, s. 24–30.
Dąbrowski D. (2010), *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Oficyna Wolters Kluwers, Warszawa.
De Rooij M., Renneboog L. (2009), *The catering theory of dividends*, [w:] H.K. Baker, *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, s. 215–238.
DeAngelo H., DeAngelo L. (2006), *The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem*, „Journal of Financial Economics", vol. 79(2), s. 293–315.
DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (1996), *Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth*, „Journal of Financial Economics", vol. 40(3), s. 341–371.
DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. (2000), *Special Dividends and The Evolution of Dividend Signaling*, „Journal of Financial Economics", no. 57, s. 309–354.
DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2004), *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, „Journal of Financial Economics", vol. 72(3), s. 425–456.
DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2008), *Corporate payout policy*, „Foundations and Trends® in Finance", vol. 3(2–3), s. 95–287, https://ssrn.com/abstract=1400682 (dostęp: 5.10.2018).
DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M. (2006), *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*, „Journal of Financial Economics", vol. 81(2), s. 227–254.
DeGennaro R.P. (2003), *Direct investments in securities: A primer*, „Economic Review – Federal Reserve Bank of Atlanta", vol. 88(1), s. 1–14.
Denis D.J., Osobov I. (2008), *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, „Journal of Financial Economics", vol. 89(1), s. 62–82.
Desai M.A., Jin L. (2011), *Institutional tax clienteles and payout policy*, „Journal of Financial Economics", vol. 100(1), s. 68–84.
Dittmar A.K. (2000), *Why do firms repurchase stock*, „The Journal of Business", vol. 73(3), s. 331–355.
Dittmar A.K., Dittmar R.F. (2004), *Stock repurchase waves: An explanation of the trends in aggregate corporate payout policy*, Working paper, University of Michigan.
Dmoch W. (2018), *Podatek dochodowy od osób prawnych. Komentarz*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
Duraj A.N. (2002), *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
Durand D. (1952), *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, Conference on research in business finance, NBER.

Dyl E.A., Weigand R.A. (1998), *The information content of dividend initiations: Additional evidence*, „Financial Management", vol. 27(3), s. 27–35.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku (Dz.Urz. WE z 12.04.2003 r. Nr L 96).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2006/68/WE z dnia 6 września 2006 r. zmieniająca dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.U. Nr L 264).

Dyrektywa Rady nr 90/435/EWG z 23 lipca 1990 r. w sprawie wspólnego systemu opodatkowania stosowanego w przypadku spółek dominujących i spółek zależnych różnych państw członkowskich (Dz.Urz UE Nr L 225).

Dyrektywa Rady nr 2011/96/UE z dnia 30 listopada 2011 r. w sprawie wspólnego systemu opodatkowania mającego zastosowanie w przypadku spółek dominujących i spółek zależnych różnych państw członkowskich (Dz.Urz. UE Nr L 345/8 ze zm.).

Dziawgo D. (2003), *Bankowe programy lojalnościowe dla akcjonariuszy na przykładzie Australii oraz Francji*, „Bank i Kredyt", nr 4, s. 60–71.

Easterbrook F.H. (1984), *Two agency cost explanations of dividends*, „The American Economic Review", vol. 74, no. 4, s. 650–659.

Eckbo B.E., Verma S. (1994), *Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy*, „Journal of Corporate Finance", vol. 1(1), s. 33–62, https://ssrn.com/abstract=1288731 (dostęp: 28.11.2018).

Eisenhardt K.M. (1989), *Agency theory: An assessment and review*, „Academy of Management Review", vol. 14(1), s. 57–74.

Elayan F.A., Li J., Donnelly M.E., Young A.W. (2009), *Changes to income trust taxation in Canada: investor reaction and dividend clientele theory*, „Journal of Business Finance & Accounting", vol. 36(5–6), s. 725–753.

Elton E.J., Gruber M.J. (1970), *Homogeneous groups and the testing of economic hypotheses*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 4(5), s. 581–602.

Elton E.J., Gruber M.J., Blake C.R. (2003), *Marginal stockholder tax effects and ex-dividend day behavior-thirty-two years later*, „The Review of Economics and Statistics", vol. 87, no. 3, s. 579–586, http://www.jstor.org/stable/40042950 (dostęp: 10.10.2018).

Elton E.J., Gruber M.J., Rentzler J. (1984), *The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices; A Re-Examination of the Clientele Effect: A Comment*, „The Journal of Finance", vol. 39(2), s. 551–556.

Espitia M., Ruiz F.J. (1997), *Ex-dividend day stock price falls on the Spanish stock market*, „Applied Financial Economics", vol. 7(5), s. 481–492.

Fama E.F., Babiak H. (1968), *Dividend policy: An empirical analysis*, „Journal of the American Statistical Association", vol. 63(324), s. 1132–1161.

Fama E.F., French K.R. (2001), *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics", vol. 60(1), s. 3–43.

Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. (1969), *The adjustment of stock prices to new information*, „International Economic Review", vol. 10(1), s. 1–21.

Feldstein M., Green J. (1983), *Why do companies pay dividends?*, „American Economic Review", vol. 73 (1), s. 17–30.

Fenn G.W., Liang N. (2001), *Corporate payout policy and managerial stock incentives*, „Journal of Financial Economics", vol. 60(1), s. 45–72.

Ferris S.P., Jayaraman N., Sabherwal S. (2009), *Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence*, „Journal of Banking & Finance", vol. 33(9), s. 1730–1738.

Ferris S.P., Sen N., Yui H.P. (2006), *God save the queen and her dividends: Corporate payouts in the United Kingdom*, „The Journal of Business", vol. 79(3), s. 1149–1173, http://dx.doi.org/10.1086/500672.

Filbeck G. (2009), *Asymmetric information and signaling theory*, [w:] H.K. Baker (red.), *Dividends and dividend policy*, John Wiley & Sons, Hoboken.

Fiszeder P., Mstowska E. (2011), *Analiza wpływu splitów akcji na stopy zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego", nr 4/8, s. 203–210.

Floyd E., Li N., Skinner D.J. (2015), *Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends*, „Journal of Financial Economics", vol. 118(2), s. 299–316.

Frasyniuk-Pietrzyk M., Walczak M. (2014), *Wpływ informacji o wypłacie dywidendy na notowania spółek na GPW w Warszawie w latach 2006–2013*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu", nr 7, s. 119–128.

Frąckowiak J., Kidyba A., Kruczalak K., Opalski W., Popiołek W., Pyzioł W. (2001), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa.

French D.W., Varson P.L., Moon K.P. (2005), *Capital Structure and the Ex-Dividend Day Return*, „Financial Review", vol. 40(3), s. 361–379.

Friend I., Puckett M. (1964), *Dividends and stock prices*, „The American Economic Review", vol. 54(5), s. 656–682.

Gajdka J. (2013), *Cateringowe podejście do polityki dywidendy w warunkach polskiego rynku kapitałowego*, „Zarządzanie i Finanse", vol. 2(4), s. 153–165.

Garcia-Blandon J., Martinez-Blasco M. (2012), *The Ex-Dividend Day Anomaly in the Spanish Stock Market*, „Journal of CENTRUM Cathedra: The Business and Economics Research Journal", vol. 5(1), s. 102–114, https://ssrn.com/abstract=2018412 (dostęp: 10.10.2018).

Gay G.D., Kale J.R., Noe T.H. (1996), *(Dutch) auction share repurchases*, „Economica", vol. 63(249), s. 57–80.

Gerke W., Fleischer J., Langer M. (2002), *Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt*, [w:] C. Börsig, A.G. Coenenberg (red.), *Bewertung von Unternehmen: Strategie – Markt – Risiko, Kongress – Dokumentation 56 Deutscher Betriebswirtschafter-Tage*, vol. 56, s. 275–304.

Ginglinger E., L'her J.F. (2006), *Ownership structure and open market stock repurchases in France*, „European Journal of Finance", vol. 12(1), s. 77–94.

Goergen M., Renneboog L., Da Silva L.C. (2005), *When do German firms change their dividends?*, „Journal of Corporate Finance", vol. 11(1), s. 375–399.

Gonedes N.J. (1978), *Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items*, „Journal of Accounting Research", vol. 16, s. 26–79.

Gordon M.J. (1959), *Dividends, earnings, and stock prices*, „The Review of Economics and Statistics", vol. 41(2), s. 99–105.

Gordon M.J. (1963), *Optimal investment and financing policy*, „The Journal of Finance", vol. 18(2), s. 264–272.

Gordon M.J., Shapiro E. (1956), *Capital equipment analysis: the required rate of profit*, „Management Science", vol. 3(1), s. 102–110.

Gostkowska-Drzewicka M., Majerowska E. (2016), *The relevance of dividend smoothing in the construction companies listed on the Warsaw Stock Exchange*, „Financial Sciences/Nauki o Finansach", vol. 2(27), s. 9–22.

Grabowski H.G., Mueller D.C. (1975), *Life-cycle effects on corporate returns on retentions*, „The Review of Economics and Statistics", vol. 57(4), s. 400–409.

Graham B., Dodd D.L. (1951), *Security Analysis: Principles and Techniques*, McGraw Hill, New York.

Graham J.R., Michaely R., Roberts M.R. (2003), *Do price discreteness and transactions costs affect stock returns*? *Comparing ex-dividend pricing before and after decimalization*, „The Journal of Finance", vol. 58(6), s. 2611–2636.

Green R.C., Rydqvist K. (1999), *Ex-day behavior with dividend preference and limitations to short--term arbitrage: The case of Swedish lottery bonds*, „Journal of Financial Economics", vol. 53(2), s. 145–187.

Greene W.H. (2002), *Econometric Analysis*, Fifth Edition, Ney York University, Prentice Hall.

Grullon G., Ikenberry D.L. (2000), *What do we know about stock repurchases?*, „Journal of Applied Corporate Finance", vol. 13(1), s. 31–51.

Grullon G., Michaely R. (2002), *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*, „The Journal of Finance", vol. 57(4), s. 1649–1684.

Grullon G., Michaely R. (2004), *The information content of share repurchase programs*, „The Journal of Finance", vol. 59(2), s. 651–680.

Grullon G., Michaely R. (2007), *Corporate Payout Policy and Product Market Competition (March 15, 2007)*, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.972221.

Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. (2002), *Are dividend changes a sign of firm maturity?*, „The Journal of Business", vol. 75(3), s. 387–424.

Grullon G., Michaely R., Benartzi S., Thaler R.H. (2005), *Dividend changes do not signal changes in future profitability*, „The Journal of Business", vol. 78(5), s. 1659–1682.

Gruszczyński M. (red.) (2012), *Mikroekonometria: modele i metody analizy danych indywidualnych*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa.

Gruszecki T. (2002), *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Gryglewicz S. (2001), *Wykup akcji jako alternatywa wypłaty dywidendy w praktyce funkcjonowania spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań, s. 274–304.

Gryglewicz S. (2004), *Stock repurchase as an alternative to dividend payout: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, University of Aarhus Working Paper Series, no. 169.

Gugler K., Yurtoglu B.B. (2003), *Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*, „European Economic Review", vol. 47(4), s. 731–758.

Gurgul H. (2012), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa.

Gurgul H., Majdosz P. (2005), *Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market*, „Badania Operacyjne i Decyzje", nr 1, s. 25–39.

Gurgul H., Majdosz P., Mestel R. (2006), *Implications of dividend announcements for the stock prices and trading volumes of DAX companies*, „Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver)", vol. 56(1–2), s. 58–68, http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1045_s_058_068.pdf (dostęp: 18.10.2018).

Gurgul H., Mestel R., Schleicher C. (2003), *Stock market reactions to dividend announcements: Empirical evidence from the Austrian stock market*, „Financial Markets and Portfolio Management", vol. 17(3), s. 332–350.

Hackethal A., Zdantchouk A. (2006), *Signaling power of open market share repurchases in Germany*, „Financial Markets and Portfolio Management", vol. 20(2), s. 123–151.

Haesner C., Schanz D. (2013), *Payout Policy Tax Clienteles, Ex-dividend Day Stock Prices and Trading Behavior in Germany: The Case of the 2001 Tax Reform*, „Journal of Business Finance Accounting", vol. 40(3–4), s. 527–563.

Hail L., Tahoun A., Wang C. (2014), *Dividend payouts and information shocks*, „Journal of Accounting Research, vol. 52(2), s. 403–456.

Harada K., Nguyen P. (2005), *Dividend change context and signaling efficiency in Japan*, „Pacific--Basin Finance Journal", vol. 13(5), s. 504–522.

Harada K., Nguyen P. (2011), *Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan*, „Managerial Finance", vol. 37(4), s. 362–379.

Hayashi F., Jagannathan R. (1990), *Ex-day behavior of Japanese stock prices: new insights from new methodology*, „Journal of the Japanese and International Economies", vol. 4(4), s. 401–427.
He W., Ng L., Zaiats N., Zhang B. (2017), *Dividend policy and earnings management across countries*, „Journal of Corporate Finance", vol. 42, s. 267–286.
Healy P. M., Palepu K.G. (1988), *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, „Journal of financial Economics", vol. 21(2), s. 149–175.
Henderson Global Dividend Index (2005), Edition 5, February, https://az768132.vo.msecnd.net/documents/36790_2018_02_27_09_50_03_040.gzip.pdf (dostęp: 18.10.2018).
Hoberg G., Prabhala N.R. (2008), *Disappearing dividends, catering, and risk*, „The Review of Financial Studies", vol. 22(1), s. 79–116, https://doi.org/10.1093/rfs/hhn073.
Hoberg G., Prabhala N.R. (2009), *Disappearing Dividends: the Importance of Idiosyncratic Risk and the Irrelevance of Catering*, „Review of Financial Studies", no. 22, s. 79–116.
Holzmann C., Scholz H., Kreidl F., Büttner T. (2017), *Stock Market Behavior on Ex-Dividend Dates: The Case of Cum-Ex Transactions in Germany*, Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2017: Alternative Geld- und Finanzarchitekturen – Session: Asset Pricing, No. E16-V1, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/168242/1/VfS-2017-pid-3394.pdf (dostęp: 12.10.2018).
Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu.pl, Warszawa.
Hribar P., Jenkins N.T., Johnson W.B. (2006), *Stock repurchases as an earnings management device*, „Journal of Accounting and Economics", vol. 41(1–2), s. 3–27.
Hsieh J., Wang Q. (2007), *Disappearing dividends and trends in corporate payouts*, Working paper, George Mason University.
Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T. (1995), *Market underreaction to open market share repurchases*, „Journal of Financial Economics", vol. 39(2), s. 181–208.
Jacob M., Jacob M. (2013), *Taxation, dividends, and share repurchases: Taking evidence global*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 48(4), s. 1241–1269.
Jagannathan M., Stephens C. (2003), *Motives for multiple open-market repurchase programs*, „Financial Management", vol. 32(2), s. 71–91.
Jagannathan M., Stephens C.P., Weisbach M.S. (2000), *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, „Journal of Financial Economics", vol. 57(3), s. 355–384.
Jednolity Akt Europejski z dnia 28.02.1986 roku (Dz.Urz. WE L 169 z 29.06.1987r.).
Jensen M.C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, „The American Economic Review", vol. 76(2), s. 323–329.
Jensen M.C, Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics", vol. 3, no. 4, s. 305–360.
Jeżak J. (2010), Ład korporacyjny: Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Jeżak J., Bohdanowicz L., Kaźmierska-Jóźwiak B., Matyjas Z. (2016), *Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
Jiang Z., Kim K.A., Lie E., Yang S. (2013), *Share repurchases, catering, and dividend substitution*, „Journal of Corporate Finance", no. 21, s. 36–50.
John K., Williams J. (1985), *Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium*, „The Journal of Finance", vol. 40, issue 4, s. 1053–1070.
Kabaciński B. (2013), *Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu*, „Zarządzanie i Finanse", vol. 4(2), s. 231–242.
Kahle K.M. (2002), *When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options*, „Journal of Financial Economics", vol. 63(2), s. 235–261.

Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, „Econometrica", vol. 47(2), s. 263–292, https://doi.org/10.2307/1914185.

Kalay A. (1982), *The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect*, „The Journal of Finance", vol. 37(4), s. 1059–1070, http://dx.doi.org/10.2307/2327767.

Kalay A., Michaely R. (2000), *Dividends and taxes: A re-examination*, „Financial Management", vol. 29(2), s. 55–75.

Kato K., Loewenstein U. (1995), *The ex-dividend-day behavior of stock prices: The case of Japan*, „The Review of Financial Studies", vol. 8(3), s. 817–847.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2008), *Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Organizacja i Kierowanie", nr 2(132), s. 141–157.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2013), *Wykup akcji własnych a wypłata dywidendy – na przykładzie wybranej grupy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Management and Finance", nr 4, s. 51–63.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2014), *Czynniki polityki dywidendowej w warunkach polskich*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 48(3), s. 129–135.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2015), *Determinants of dividend policy: evidence from Polish listed companies*, „Procedia Economics and Finance", vol. 23, s. 473–477.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2016), *Struktura własności a skłonność do wypłaty dywidendy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 4(82), cz. 2, s. 171–178.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2017a), *Wpływ charakterystyki spółki na jej skłonność do wypłaty dywidendy*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 50(4), s. 203–211.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2017b), *W poszukiwaniu przyczyn inicjowania dywidend*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 51(5), s. 169–178.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2017c), *Reakcja rynku kapitałowego na inicjowanie dywidend na rynku polskim*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa", nr 6, s. 109–118.

Kaźmierska-Jóźwiak B. (2017d), *Dividend changes and future profitability changes – evidence from Polish listed companies*, „Econometrics/Ekonometria", vol. 4(58), s. 95–104.

Kaźmierska-Jozwiak B., Wrońska-Bukalska E. (2017a), *Signaling hypotheses of share repurchase – life cycle approach. The case of Polish listed companies*, „Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy", vol. 12(2), s. 245–257.

Kaźmierska-Jóźwiak B., Wrońska-Bukalska E. (2017b), *Effect of Repurchase Announcement on The Polish Alternative Stock Market*, Conference Paper, 8th Economics & Finance Conference, London, http://dx.doi.org/10.20472/EFC.2017.008.004.

Kidyba A. (2017), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do art. 301–633*, Wolters Kluwer, Warszawa.

Koch A., Napierała J. (red.) (2015), *Prawo spółek handlowych*, Wolters Kluwer, Warszawa.

Komar A. (1987), *Reforma amerykańskiego systemu podatkowego i jej znaczenie dla reformy polskiej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", vol. XLIX, no. 4, s. 55–67.

Konieczka P., Szyszka A. (2013), *Teoria karmienia dywidendami na rynku amerykańskim*, „Journal of Management and Finance", vol. 2(2), s. 175–188.

Kopaliński W. (2006), *Podręczny słownik języków obcych*, Oficyna Wydawnicza Rytm, Warszawa.

Kopaliński W. (2014), *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych z almanachem*, Oficyna Wydawnicza Rytm, Warszawa.

Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2007a), *Corporate governance and dividend policy in Poland*, DIW Discussion Papers, no. 702, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, http://hdl.handle.net/10419/27227 (dostęp: 18.10.2018).

Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2007b), *Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend Policy in Poland?*, „Bank i Kredyt", vol. 38(1), s. 60–86.

Kowalska E., Mentel-Wyrzychowska E., Siwkowska B. (2012), *Umorzenie udziałów w spółce z o.o.*, „Gazeta Podatkowa", nr 89(921), s. 12, https://www.gofin.pl/firma/17,2,120,111223,umorzenie-udzialow-w-spolce-z-oo.html (dostęp: 18.10.2018).

Kowerski M. (2010), *Wpływ opodatkowania na politykę dywidend spółek handlowych*, „Ekonomista", vol. 3, s. 409–422.

Kowerski M. (2011a), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.

Kowerski, M. (2011b), *Share repurchases as a form of payout for shareholders*, „e-Finanse: Financial Internet Quarterly", vol. 7(4), s. 37–54.

Kowerski M. (2013a), *Cateringowa teoria dywidend*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 323 „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia-tendencje światowe a rynek polski", s. 128–141.

Kowerski M. (2013b), *Możliwości inwestycyjne a skłonność do płacenia dywidend*, „Bank i Kredyt", vol. 44(6), s. 623–646.

Kowerski M. (2013c), *Model częściowych dopasowań dywidend Lintnera dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia", vol. 47(3), s. 337–346.

Kowerski M. (2014), *Uwagi dotyczące sposobu liczenia stopy wypłaty dywidendy*, „Research Papers of the Wroclaw University of Economics/Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 371, s. 188–202.

Kowerski M. (2015), *High Propensity to Pay Dividends By State-Controlled Companies in Poland. Tunneling or Maturity Effect?*, „e-Finanse", vol. 11(4), s. 64–73.

Kowerski M. (2016), *Dywidendy na świecie na początku XXI w.*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 49(4), s. 269–277.

Kowerski M. (2017), *Payout Policy of European Companies*, „Barometr Regionalny. Analizy i Prognozy", vol. 15, issue 3, s. 11–28.

Kowerski M., Bielak J. (2018), *Self-Selection Models in Determination of Target Dividend Payout Ratio of Real Estate Domestic Companies Quoted on the Warsaw Stock Exchange*, „Barometr Regionalny", vol. 16(1), s. 99–112.

Kowerski M., Wypych M. (2016), *Ownership Structure and Dividend Strategy of Public Companies. Evidence from Poland*, „Barometr Regionalny. Analizy i Prognozy", nr 4, s. 179–192.

Krieger K., Lee B.S., Mauck N. (2012), *Do Senior Citizens Prefer Dividends? Local Clienteles vs. Firm Characteristics*, MPRA Paper no. 41784, posted 7, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/41784/ (dostęp: 18.10.2018).

Kubiak J. (2013), *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.

Kubiak J., Czapiewski L. (2017a), *Reakcja inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 86, s. 47–58.

Kubiak J., Czapiewski L. (2017b), *Polityka dywidend a nadwyżkowe stopy zwrotu z inwestycji w spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 89, s. 37–51.

Kufel T.E. (2011), *Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Kuhlmann S., Rojahn J. (2017), *The Impact of Ownership Concentration and Shareholder Identity on Dividend Payout Probabilities: New Evidence from the German Stock Market*, „Corporate Ownership & Control", vol. 15(1), s. 18–32, https://ssrn.com/abstract=3040884 (dostęp: 18.10.2018).

Kuraś J. (2017), *Umorzenie zaległości podatkowych – praktyczny przewodnik*, „Rzeczpospolita", 2 stycznia.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997), *Legal determinants of external finance*, „Journal of Finance", vol. 52(3), s. 1131–1150.
La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000), *Agency problems and dividend policies around the world*, „The Journal of Finance", vol. 55(1), s. 1–33.
Lakonishok J., Vermaelen T. (1983a), *Stock prices and financial analysts' recommendations*, „The Journal of Finance", vol. 38(1), s. 187–204.
Lakonishok J., Vermaelen T. (1983b), *Tax reform and ex-dividend day behaviour*, „The Journal of Finance", vol. 38(4), s. 1157–1179.
Lasfer M.A. (1995), *Agency costs, taxes and debt: the UK evidence*, „European Financial Management", vol. 1(3), s. 265–285.
Lasfer M.A. (2008), *Taxes and Ex-day Returns: Evidence from Germany and the U.*K., „National Tax Journal", vol. 61(4), s. 721–742, http://www.jstor.org/stable/41790475 (dostęp: 10.10.2018).
Leary M.T., Michaely R. (2011), *Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence*, „The Review of Financial Studies", vol. 24(10), s. 3197–3249.
Lee B.S., Mauck N. (2016), *Dividend initiations, increases and idiosyncratic volatility*, „Journal of Corporate Finance", no. 40, s. 47–60.
Lee C.I., Ejara D.D., Gleason K.C. (2010), *An empirical analysis of European stock repurchases*, „Journal of Multinational Financial Management", vol. 20(2–3), s. 114–125.
Lee S.P., Isa M., Lim W.L. (2012), *Dividend changes and future profitability: evidence from Malaysia*, „Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance", vol. 8(2), s. 93–110.
Li K., McNally W.J. (1999), *Open Market Versus Tender Offer Share Repurchases: A Conditional Event Study*, University of British Columbia, Finance Working Paper, no. 98–2, Sauder School of Business Working Paper, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.149513.
Li K., Zhao X. (2008), *Asymmetric Information and Dividend Policy*, „Financial Management", vol. 37(4), s. 673–694, http://www.jstor.org/stable/20486675 (dostęp: 5.10.2018).
Li W., Lie E. (2006), *Dividend changes and catering incentives*, „Journal of Financial Economics", vol. 80(2), s. 293–308.
Liang W.L., Chan K., Lai W.H., Wan Y. (2013), *Motivation for repurchases: A life cycle explanation*, „Journal of Financial Services Research", vol. 43(2), s. 221–242.
Liljeblom E., Löflund A., Hedvall K. (2001), *Foreign and domestic investors and tax induced ex-dividend day trading*, „Journal of Banking & Finance", vol. 25(9), s. 1687–1716.
Lintner J. (1956), *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, „The American Economic Review", vol. 46(2), s. 97–113.
Lintner J. (1962), *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations*, „The Review of Economics and Statistics", vol. 44(3), s. 243–269.
Litwińczuk H. (red.), (2017), *Prawo podatkowe przedsiębiorców*, Wolters Kluwer, Warszawa.
Litzenberger R.H., Ramaswamy K. (1979), *The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence*, „Journal of Financial Economics", vol. 7(2), s. 163–195.
Long Jr J.B. (1978), *The market valuation of cash dividends: A case to consider*, „Journal of Financial Economics", vol. 6(2–3), s. 235–264.
Lonie A.A., Abeyratna G., Power D.M., Sinclair C.D. (1996), *The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals*, „Journal of Economic Studies", vol. 23(1), s. 32–52.
López-Iturriaga F., Santana-Martín D. (2015), *Do Shareholder Coalitions Modify the Dominant Owner's Control? the Impact on Dividend Policy*, Higher School of Economics Research Paper No. WP BRP 41/FE/2015, https://ssrn.com/abstract=2552439 (dostęp: 11.02.2019).
Luszniewicz A., Słaby T. (2001), *Statystyka z pakietem komputerowym Statistica* TM *PL: teoria i zastosowania*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Maddala G.S. (2006), *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Mamcarz K. (2012a), *Wykup akcji własnych spółki jako instrument sygnalizacji*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 46(4), s. 549–558.

Mamcarz K. (2012b), *Inwestorski marketing-mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Manconi A., Peyer U., Vermaelen T. (2014), *Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World*, https://ecgi.global/working-paper/are-buybacks-good-long-term-shareholder-value-evidence-buybacks-around-world (dostęp: 18.10.2018).

Masulis R.W. (1980), *Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes*, „The Journal of Finance", vol. 35(2), s. 305–319.

McDonald R.L. (2001), *Cross-border investing with tax arbitrage: The case of German dividend tax credits*, „The Review of Financial Studies", vol. 14(3), s. 617–657.

McNally W.J. (1999), *Open market stock repurchase signalling*, „Financial Management", vol. 28(2), s. 55–67.

Menyah K. (1993), *Ex-Dividend Equity Pricing Under UK Tax Regimes*, „Journal of Business Finance & Accounting", vol. 20(1), s. 61–81.

Michaely R. (1991), *Ex-dividend day stock price behavior: the case of the 1986 Tax Reform Act*, „The Journal of Finance", vol. 46(3), s. 845–859.

Michaely R., Murgia M. (1995), *The effect of tax heterogeneity on prices and volume around the ex-dividend day: Evidence from the Milan Stock Exchange*, „The Review of Financial Studies", vol. 8(2), s. 369–399.

Michaely R., Thaler R.H., Womack K.L. (1995), *Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?*, „The Journal of Finance", vol. 50(2), s. 573–608.

Miller M.H. (1986), *Behavioral rationality in finance: The case of dividends*, „Journal of Business", vol. 59(4), s. 451–468.

Miller M.H., Modigliani F. (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, „The Journal of Business", vol. 34(4), s. 411–433.

Miller M.H., Rock K. (1985), *Dividend policy under asymmetric information*, „The Journal of Finance", vol. 40(4), s. 1031–1051.

Miller M.H., Scholes M.S. (1978), *Dividends and taxes*, „Journal of Financial Economics", vol. 6(4), s. 333–364.

Miller M.H., Scholes M.S. (1982), *Dividends and taxes: Some empirical evidence*, „Journal of Political Economy", vol. 90(6), s. 1118–1141.

Miziołek T. (2016), *Wpływ publikacji informacji o wykluczeniu spółek z indeksu WIG20 na ich stopę zwrotu*, [w:] T. Czerwińska, A. Nowak (red.), *Rynek kapitałowy. Efektywność i ryzyko*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa, s. 74–86.

Modigliani F., Miller M. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review", vol. 48(3), s. 261–297.

Modrzejewska M. (2018), *Prawo do dywidendy a uchwała walnego zgromadzenia wyłączająca zysk do podziału – uwagi na tle przykładów orzecznictw*, [w:] J. Frąckowiak (red.), *Kodeks spółek handlowych po 15 latach obowiązywania*, Wolters Kluwer, Warszawa, s. 583–610.

Mrzygłód U., Nowak S. (2013), *Stock exchanges go public. The case of Warsaw stock exchange*, „Journal of International Studies", vol. 6(2), s. 111–123.

Mrzygłód U., Nowak S. (2017), *Market reactions to dividends announcements and payouts. Empirical evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „Contemporary Economics", vol. 11(2), s. 187–204.

Mueller D. (1972), *A Life Cycle Theory of the Firm*, „Journal of Industrial Economics", vol. 20(3), s. 199–219.

Murphy K.J. (1985), *Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis*, „Journal of Accounting and Economics", vol. 7(1–3), s. 11–42.

Napierała J. (2013), *Europejskie prawo spółek. Prawo spółek Unii Europejskiej z perspektywy prawa polskiego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Niezgoda M. (2003), *Prawo do dywidendy w spółce akcyjnej*, Dom Wydawniczy „Ostoja", Kraków.

Nissim D., Ziv A. (2001), *Dividend changes and future profitability*, „The Journal of Finance", vol. 56(6), s. 2111–2133.

Niswander F. (1995), *Should your company have a DRIP?*, „Journal of Corporate Accounting Finance", vol. 7, issue 2, s. 61–73.

Nowacki A. (2007), *Umorzenie akcji*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Nowak E. (2012), *Zarys metod ekonometrii. Zbiór zadań*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Oded J. (2004), *Why do firms announce open-market repurchase programs?*, „The Review of Financial Studies", vol. 18(1), s. 271–300.

Oded J. (2011), *Stock repurchases: How firms choose between a self tender offer and an open-market program*, „Journal of Banking & Finance", vol. 34(12), s. 3174–3187.

Ofer A.R., Thakor A.V. (1987), *A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends*, „The Journal of Finance", vol. 42(2), s. 365–394.

Officer M.S. (2011), *Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations*, „Journal of Corporate Finance", vol. 17(3), s. 710–724.

Opalski A. (2011), *Umorzenie akcji spółki publicznej – zagadnienia wybrane*, „Monitor Prawa Handlowego" nr 2, s. 9–18.

Oswald D., Young S. (2004), *What role taxes and regulation? A second look at open market share buyback activity in the UK*, „Journal of Business Finance & Accounting", vol. 31(1–2), s. 257–292.

Pauka M., Żyła M. (2017), *Performance Signalling of Dividend Policy on the NewConnect Market*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 51(6), s. 301–309.

Perepeczo A. (2012), *Market Reactions to Dividend Announcements in Public Companies – Empirical Evidence (June 20, 2012)*, „Actual Problems of Economics, Scientific Economic Journal", vol. 2, no. 1, https://ssrn.com/abstract=2548969 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2548969.

Perepeczo A. (2013a), *Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend – przegląd wyników badań*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 60, s. 251–261.

Perepeczo A. (2013b), *Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych*, „Research Papers of the Wroclaw University of Economics/Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 323, s. 253–264.

Petrasek L. (2012), *Do transparent firms pay out more cash to shareholders? Evidence form international cross-listing*, „Financial Management", Fall, s. 615–636.

Pettit R.R. (1972), *Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency*, „The Journal of Finance", vol. 27(5), s. 993–1007.

Peyer U.C., Vermaelen T. (2005), *The many facets of privately negotiated stock repurchases*, „Journal of Financial Economics", vol. 75(2), s. 361–395.

Peyer U., Vermaelen T. (2009), *The nature and persistence of buyback anomalies*, „The Review of Financial Studies", vol. 22(4), s. 1693–1745.

Pieloch A. (2011a), *Wpływ ogłoszenia decyzji o wykupie akcji własnych na wartość rynkową spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 46, s. 569–579.

Pieloch A. (2011b), *Rozważania nad substytucyjnością wypłat dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica", nr 256, s. 117–140.

Pieloch A. (2012a), *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Pieloch A. (2012b), *Reakcja warszawskiego parkietu na ogłoszenie komunikatu o planowanym nabyciu akcji własnych niedowartościowanych*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica", nr 272, s. 165–182.

Pieloch A. (2012c), *Sposoby odkupienia akcji własnych spółek publicznych a motywy jego przeprowadzania*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica", vol. 262, s. 139–160.

Pieloch-Babiarz A. (2014), *Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek w pierwszym dniu notowań „bez dywidendy"*, „Research Papers of the Wroclaw University of Economics/Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 326, s. 196–208.

Pieloch-Babiarz A. (2015), *Dividend initiation as a signal of subsequent earnings performance – Warsaw trading floor evidence*, „Research Papers of the Wroclaw University of Economics/Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 381, s. 299–313, http://dx.doi.org/10.15611/pn.2015.381.23.

Pieloch-Babiarz A. (2016), *Cateringowe aspekty wypłaty dywidendy a koniunktura giełdowa*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 49(4), s. 457–467.

Pieloch-Babiarz A. (2017a), *Wypłata dywidendy w spółkach z rozproszoną własnością*, „Przegląd Organizacji", nr 6, s. 29–36.

Pieloch-Babiarz A. (2017b), *Koncentracja własności i kontroli a wypłaty dywidendy pieniężnej w spółkach przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica" nr 327(1), s. 75–93.

Pilecka A. (2005), *Financial Services Action Plan – stan realizacji i wpływ na kształt europejskiego rynku finansowego*, „Bank i Kredyt", nr 1, s. 25–35.

Polk C., Sapienza P. (2008), *The stock market and corporate investment: A test of catering theory*, „The Review of Financial Studies", vol. 22(1), s. 187–217.

Popiołek W. (2010), *Akcja – prawo podmiotowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Poterba J. (2004), *Taxation and corporate payout policy*, „American Economic Review", vol. 94(2), s. 171–175.

Poterba J.M., Summers L.H. (1983), *Dividend taxes, corporate investment, and 'Q'*, „Journal of Public Economics", vol. 22(2), s. 135–167.

Poterba J.M., Summers L.H. (1984), *New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividend*s, „Journal of Finance", vol. 39, no. 5, s. 1397–1415.

Pyzioł W., Szumański A., Weiss I. (2004), *Prawo spółek*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Kraków.

Pyzioł W., Szumański A., Weiss I. (2016), *Prawo spółek*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Ramsay I., Lamba A.S. (2000), *Share Buy-Backs: An Empirical Investigation. Working Paper, The University of Melbourne*, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.227930.

Rantapuska E. (2008), *Ex-dividend day trading: Who, how, and why? Evidence from the Finnish market*, „Journal of Financial Economics", vol. 88(2), s. 355–374.

Rau P.R., Vermaelen T. (2002), *Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom*, „The Journal of Business", vol. 75(2), s. 245–282.

Rees W. (1996), *The impact of open market equity repurchases on UK equity prices*, „The European Journal of Finance", vol. 2(4), s. 353–370.

Renneboog L., Trojanowski G. (2005), *Control Structures and Payout Policy*, ECGI – Finance Working Paper, no. 80/2005, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.707421.

Renneboog L., Trojanowski G. (2011), *Patterns in payout policy and payout channel choice*, „Journal of Banking & Finance", vol. 35(6), s. 1477–1490, https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.028.

Roberts H.V. (1957), *Current Problems in the Economics of Capital Budgeting*, „The Journal of Business", vol. 30(1), s. 12–16.
Rocznik Giełdowy 2004. Dane statystyczne za 2003 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2005. Dane statystyczne za 2004 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2006. Dane statystyczne za 2005 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2007. Dane statystyczne za 2006 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2008. Dane statystyczne za 2007 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2009. Dane statystyczne za 2008 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2010. Dane statystyczne za 2009 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2011. Dane statystyczne za 2010 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2012. Dane statystyczne za 2011 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2013. Dane statystyczne za 2012 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2014. Dane statystyczne za 2013 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2015. Dane statystyczne za 2014 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2016. Dane statystyczne za 2015 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Rocznik Giełdowy 2017. Dane statystyczne za 2016 rok. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. (1999), *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
Rozeff M. (1982), *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, „Journal of Financial Research", vol. 5, no. 3, s. 249–259.
Rutkowski A. (2005), *Decyzje o wykupie akcji własnych*, „Przegląd Organizacji", vol. 10, s. 33–36.
Rutkowski A. (2006), *Analiza opłacalności wykupu akcji własnych*, „Przegląd Organizacji", vol. 1, s. 31–34.
Sakinç M.E. (2017), *Share Repurchases in Europe. A Value Extraction Analysis*, The Academic-Industry Research Network Working Paper (16/2017 May), s. 1–27.
Salas J.M., Chahyadi C. (2006), *Is There a Lower Propensity to Pay Dividends?*, A Decomposition of Dividend Payers, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.635781.
Saporoschenko A. (1998), *Do dividend reinvestment plans contribute to industrial firm value and efficiency?*, „Financial Services Review", no. 7, s. 273–289.
Schreiber Jr D., Stroik G.E. (2005), *All About Dividend Investing. The Easy Way to Get Started*, McGraw-Hill, New York, https://gpreview.kingborn.net/441000/ce740c5622f94bda8084ff08988c893c.pdf (dostęp: 6.09.2018).
Schumpeter J.A. (1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge.
Seifert U., Stehle R. (2003), *Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany*, Discussion papers of interdisciplinary research project 373.

Shefrin H.M., Statman M. (1984), *Explaining investor preference for cash dividends*, „Journal of Financial Economics", vol. 13(2), s. 253–282.
Short H., Zhang H., Keasey K. (2002), *The link between dividend policy and institutional ownership*, „Journal of Corporate Finance", vol. 8(2), s. 105–122.
Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków.
Sierpińska-Sawicz A. (2015), *Cykl życia spółki a polityka dywidend i poziom realizowanych inwestycji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 74 „Rynek kapitałowy, wycena przedsiębiorstw, inwestycje", s. 193–202.
Skinner D.J. (2008), *The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases*, „Journal of Financial Economics", vol. 87(3), s. 582–609.
Skinner D.J., Soltes E. (2011), *What do dividends tell us about earnings quality?*, „Review of Accounting Studies", vol. 16(1), s. 1–28.
Słoński T. (2012), *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
Słoński T., Zawadzki B.M. (2011), *Analiza wpływu wykupu akcji na wartość spółek giełdowych w latach 2005–2010*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 174 „Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy", s. 488–500.
Słoński T., Zawadzki B. (2012a), *The Signaling Effect and Abnormal Returns of Open Market Share Repurchases in Poland*, https://ssrn.com/abstract=2081991 (dostęp: 10.10.2018).
Słoński T., Zawadzki B. (2012b), *Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", vol. 46(1), s. 125–135.
Słoński T., Zawadzki B. (2012c), *The impact of a surprise dividend increase on a stocks performance. The analysis of companies listed on the Warsaw Stock Exchange*, „Operations Research and Decisions", vol. 22(2), s. 45–54.
Solomon E. (1955), *Measuring a Company's Cost of Capital*, „The Journal of Business", vol. 28(4), s. 240–252.
Sołtysiński S., Szajkowski A., Szwaja J. (1996), *Kodeks handlowy. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J. (2003), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 301–458*, t. III, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J. (2008), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. III, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
Sójka T. (2002), *Nabywanie akcji własnych w celu umorzenia*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", nr 3, s. 37–56.
Sójka T. (2004), *Umorzenie akcji*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków.
Spence M. (1973), *Job Market Signaling*, „The Quarterly Journal of Economics", vol. 87(3), s. 355–374.
Stephens C.P., Weisbach M.S. (1998), *Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs*, „The Journal of Finance", vol. 53(1), s. 313–333.
Szablewski A. (2005), *Wykup akcji własnych alternatywą dywidendy pieniężnej?*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa", nr 11, s. 77–86.
Szablewski A. (2007), *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie", nr 2, s. 59–67.
Szczepankowski P. (2013), *Determinanty wypłaty dywidend przez spółki kapitałowe wczesnej fazy rozwoju*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego", nr 786, s. 437–450.
Szewc-Rogalska A. (2012), *Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 271, t. 2 „Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka", s. 365–373.

Szwęch A. (2012), *Wierzytelność lepiej umorzyć, zanim się przedawni*, „Rzeczpospolita", 17 kwietnia.

Szymański M., Nogalski B. (2011), *Obrona przed wrogim przejęciem: jak ochronić swój biznes*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa.

Szyszka A. (2001a), *Quarterly Financial Reports and the Stock Price Reaction at the Warsaw Stock Exchange*, EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, https://ssrn.com/abstract=295299 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.295299.

Szyszka A. (2001b), *Reakcja inwestorów na ogłoszenia raportów kwartalnych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.

Szyszka A., Zaremba A. (2011), *The Buyback Anomaly in the Polish Capital Market*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 38, s. 481–494.

Thaler R.H., Shefrin H.M. (1981), *An economic theory of self-control*, „Journal of Political Economy", vol. 89, no. 2, s. 392–406.

Travlos N.G., Trigeorgis L., Vafeas N. (2001), *Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus*, „Multinational Finance Journal", vol. 5 (2), s. 87–112, https://ssrn.com/abstract=2627623 (dostęp: 10.10.2018).

Travlos N.G., Milonas N., Xiao J.Z., Tan C. (2002), *The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market*, EFMA 2002 London meetings, https://ssrn.com/abstract=314881 (dostęp: 10.10.2018).

Trojanowski G. (2004), *Ownership structure as a mechanism of corporate governance*, Tilburg University, School of Economics and Management, Tilburg.

Tuzimek R., Krzesiak B. (2010), *Wpływ splitu (podziału) akcji na wartość spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu", nr 142, s. 615–626.

Uchman J. (2002), *Podatkowe uwarunkowania polityki wypłat dywidend spółek kapitałowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.

Urban D. (2017), *Państwowe fundusze majątkowe. Pomiędzy krajową gospodarką a globalnymi rynkami finansowymi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. Nr 80, poz. 350 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 1992 r. Nr 21, poz. 86 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 12 grudnia 2003 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych i innych ustaw (Dz.U. z 2003 r. Nr 229, poz. 2276).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2008 r. Nr 118, poz. 747).

Ustawa z dnia 23 października 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2008 r. Nr 217, poz. 1381).

Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. z 2009 r. Nr 77, poz. 649 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2017 r., poz. 1089).

Vermaelen T. (1981), *Common stock repurchases and market signalling: An empirical study*, „Journal of Financial Economics", vol. 9(2), s. 139–183.

Vermaelen T. (1984), *Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 19(2), s. 163–181.

Vermaelen T. (2005), *Share Repurchases*, „Foundations and Trends in Finance", vol. 1, no. 3, s. 189–199.

Vieira E.S., Raposo C.C. (2007), *Signalling with dividends? The signalling effects of dividend change announcements: new evidence from Europe*, https://ssrn.com/abstract=955768 (dostęp: 18.10.2018).

Von Eije H., Megginson W.L. (2008), *Dividends and share repurchases in the European Union*, „Journal of Financial Economics", vol. 89(2), s. 347–374.

Wang J., Johnson L.D. (2008), *Information Asymmetry, Signaling, and Share Repurchase*, Working Paper, Queen's University, Kingston, http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.589.4255&rep=rep1&type=pdf (dostęp: 18.10.2018).

Wansley J.W., Lane W.R., Sarkar S. (1989), *Managements' view on share repurchase and tender offer premiums*, „Financial Management", vol. 18 (3), s. 97–110.

Watts R. (1973), *The information content of dividends*, „The Journal of Business", vol. 46(2), s. 191–211.

Wesson N., Smit E., Kidd M., Hamman W.D. (2018), *Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments*, „Research in International Business and Finance", no. 45, s. 180–196.

Weston J.F. (1961), *The Management of Corporate Capital: A Review Article*, „The Journal of Business", vol. 34(2), s. 129–139.

Weston J.F., Siu J.A., (2003), *Changing Motives for Share Repurchases*, University of California at Los Angeles, Anderson Graduate School of Management, http://www.escholarship.org/uc/item/9146588t.pdf;origin=repeccitec (dostęp: 18.10.2018).

Weston J.F., Chung K.S., Siu J.A. (1998), *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River.

Whitworth J., Rao R.P. (2010), *Do Tax Law Changes Influence Ex-Dividend Stock Price Behavior? Evidence from 1926 to 2005*, „Financial Management", vol. 39(1), s. 419–445.

Włodyka S. (red.) (2007), *Prawo spółek handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Wójtowicz W. (red.) (2011), *Zarys finansów publicznych i prawa finansowego*, Lex a Wolter Kluwer business, Warszawa.

Wrońska E.M. (2009a), *Zawartość informacyjna dywidendy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług", nr 39 „Finanse 2009 – teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw", s. 139–145.

Wrońska E.M. (2009b), *Przegląd teorii objaśniających politykę dywidend*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia", nr 43, s. 263–275.

Wrońska E.M. (2010), *Rentowność i płynność finansowa a wypłaty dywidend gotówkowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Finanse Przedsiębiorstw", nr 98, s. 397–403.

Wrońska-Bukalska E., Kaźmierska-Jóźwiak B., Rozkovec J. (2018), *The information content of share repurchase – evidence from Poland*, „E & M Ekonomie a Management", vol. XXI, no. 2, s. 172–185.

Wypych M. (2008), *Strategia wysokich dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania", nr 9, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

Wypych M. (2015), *Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 73 „Ryzyko, zarządzanie, wartość", s. 783–792.

Yilmaz A.K., Gulay G. (2006), *Dividend policies and price-volume reactions to cash dividends on the stock market: evidence from the Istanbul Stock Exchange*, „Emerging Markets Finance and Trade", vol. 42(4), s. 19–49.

Zaremba A., Płotnicki M. (2015), *Krótkoterminowe i długoterminowe reakcje cenowe na ogłoszenia transakcji fuzji i przejęć na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia", nr 73 „Ryzyko, zarządzanie, wartość", s. 593–606.

Zarębski S. (2010), *Wykup akcji własnych jako forma płatności inwestorskich w małych spółkach giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług. Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw. Mikrofirma", vol. 51, s. 237–244.

Zarębski S. (2011a), *Dywidendy specjalne jako forma płatności inwestorskich w małych i średnich spółkach kapitałowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług", nr 62, s. 244–254.

Zarębski S. (2011b), *Programy bezpośrednich reinwestycji dywidend (DRIP) w polityce finansowej spółek i ich akcjonariuszy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", „Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw", s. 278–287.

Zarębski S. (2013), *Alternatywne formy wypłat inwestorskich w polityce dywidend spółek niepublicznych*, „Zarządzanie i Finanse", nr 11(2), cz. 2, s. 607–618.

Zarębski S. (2016), *Wykup akcji własnych mniejszych spółek kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", vol. 5(83/2), s. 65–75.

Zenonos M.P., Lasfer M. (2003), *The Tax Impact on the Ex-Dividend Dates: Evidence from European Firms*, EFA 2003 Annual Conference Paper no. 885, Cass Business School Research Paper, https://ssrn.com/abstract=423880 (dostęp: 18.10.2018), http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.423880.

Zhang H. (2002), *Share repurchases under the commercial law 212–2 in Japan: Market reaction and actual implementation*, „Pacific-Basin Finance Journal", vol. 10(3), s. 287–305.

Zhang H. (2005), *Share price performance following actual share repurchases*, „Journal of Banking & Finance", vol. 29(7), s. 1887–1901.

Zhang Y., Farrell K.A., Brown T.A. (2008), *Ex-dividend day price and volume: The case of 2003 dividend tax cut*, „National Tax Journal" vol. 61(1), s. 105–127.

Zyguła A. (2015), *Polityka dywidendowa spółek z większościowym udziałem kapitału zagranicznego – tendencje*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego", vol. 855, s. 229–239.

Zyguła A. (2016), *Efekt klienteli dywidendowej – teoria i praktyka rozwiniętych rynków kapitałowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia", nr 1(79) „Rynek kapitałowy i zarządzanie wartością", s. 159–169.

Zyguła A. (2017), *Impact of foreign ownership on dividend policy in Poland*, „e-Finanse", vol. 13(4), s. 76–88.

Zyguła A. (2018), *Changes in a Company's Current Dividend Level and Their Impact on Future Profits – Theory and Practice*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", nr 9(969), s. 97–111.

# Spis tabel


Tabela 1. Motywy, działania i spodziewane rezultaty nabywania akcji własnych przez spółki . . . 53

Tabela 2. System podatkowy obowiązujący w Polsce w latach 1992–2017 (w odniesieniu do dywidend, zysków kapitałowych, osób prawnych) . . . 69

Tabela 3. Rozkład zbioru obserwacji . . . 102

Tabela 4. Liczba obserwacji w podziale na różne modele wypłat stosowane w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie . . . 103

Tabela 5. Wypłaty na rzecz akcjonariuszy (dywidendy oraz nabycia akcji własnych) zrealizowane przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (2004–2016) . . . 109

Tabela 6. Strategie wypłat spółek w Polsce i wybranych krajach Europy (%) . . . 112

Tabela 7. Wskaźniki wypłat krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie na rzecz akcjonariuszy w latach 2004–2016 . . . 113

Tabela 8. Wartość środków wypłaconych przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2016 przez wypłatę dywidendy lub nabycie akcji własnych (mln PLN) według sektorów . . . 116

Tabela 9. Statystyki opisowe wartości wybranych wskaźników finansowych dla badanych spółek według stosowanej polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy 120

Tabela 10. Podsumowanie testu Kruskala-Wallisa . . . 121

Tabela 11. Wyniki testów *post-hoc* . . . 122

Tabela 12. Wyniki estymacji modeli logitowych skłonności do wypłaty dywidendy przez badane niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (lata 2004–2012) . . . 136

Tabela 13. Wyniki estymacji modeli logitowych dla okresu 2004–2016 oraz podokresów: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016 (skłonność do wypłaty dywidendy) . . . 139

Tabela 14. Wyniki estymacji modelu 6 (lata 2004–2016), modelu 8 (2008–2011), modelu 9 (2012–2016) oraz modelu 10 (2008–2016) . . . 140

Tabela 15. Efekty krańcowe dla zmiennych objaśniających (*AME*, średnia dla próby): modele logitowe opisujące skłonność spółek do wypłaty dywidendy . . . 141

Tabela 16. Tabela trafności dla wieloczynnikowych modeli logitowych opisujących skłonność spółek do wypłaty dywidendy . . . 143

Tabela 17. Wyniki estymacji modeli logitowych skłonności do nabywania akcji własnych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie (lata 2004–2016) . . . 145

Tabela 18. Wyniki estymacji modeli logitowych dla okresu 2004–2016 oraz podokresów: 2004–2007, 2008–2011, 2012–2016 (skłonność do nabywania akcji własnych) . . . 148
Tabela 19. Wyniki estymacji modelu 16 (lata 2004–2016), modelu 18 (2008–2011), modelu 19 (2012–2016) oraz modelu 20 (2008–2016) . . . 149
Tabela 20. Efekty krańcowe dla zmiennych objaśniających (*AME*, średnia dla próby): modele logitowe opisujące skłonność spółek do nabywania akcji własnych . . . 149
Tabela 21. Tabela trafności dla wieloczynnikowych modeli logitowych opisujących skłonność spółek do nabywania akcji własnych . . . 151
Tabela 22. Modele logitowe skłonności do wypłacania dywidendy (panel A) i nabywania akcji własnych (panel B) . . . 153
Tabela 23. Statystyki opisowe obserwacji: panel A – inicjowanie dywidendy, panel B – nabycie akcji własnych . . . 166
Tabela 24. Statystyki opisowe średnich zwyżkowych stóp zwrotu dla ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy (%, $N = 133$) . . . 168
Tabela 25. Statystyki opisowe średnich zwyżkowych stóp zwrotu dla ogłoszenia informacji o nabywaniu akcji własnych (%, $N = 96$) . . . 168
Tabela 26. Wyniki testowania parametrycznego średnich zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia polegającego na ogłoszeniu informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy (panel A) oraz o planach nabywania akcji własnych (panel B) . . . 169
Tabela 27. Statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu w różnych oknach zdarzenia – panel A: inicjowanie dywidendy, panel B: nabycie akcji własnych (%) . . . 171
Tabela 28. Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia zdarzenia: inicjowanie dywidendy (panel A) i nabycie akcji własnych (panel B) . . . 172
Tabela 29. Statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o nabywaniu akcji własnych z uwzględnieniem wielkości spółek (%) . . . 175
Tabela 30. Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia planów nabywania akcji własnych z uwzględnieniem wielkości spółek . . . 175
Tabela 31. Statystyki opisowe średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy z uwzględnieniem wielkości spółek (%) . . . 176
Tabela 32. Wyniki testowania parametrycznego średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu wokół dnia ogłoszenia informacji o inicjowaniu dywidendy z uwzględnieniem wielkości spółek . . . 176

# Spis wykresów


Wykres 1. Liczba przyjętych do badania polskich niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, stosujących różne modele wypłat w latach 2004–2016 . . . . . 104

Wykres 2. Odsetek niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie, stosujących różne modele polityki wypłat w latach 2004–2016 . . . . . 105

Wykres 3. Liczba krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie płacących dywidendy, nabywających akcje oraz niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy (lata 2004–2016) . . . . . 107

Wykres 4. Udział spółek płacących dywidendy, nabywających akcje oraz niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy w ogólnej liczbie badanych spółek (lata 2004–2016). . . . . 107

Wykres 5. Wartości wypłat zrealizowanych przez niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie w postaci dywidend pieniężnych lub przez nabycie akcji własnych (2004–2016) w mld złotych . . . . . 110

Wykres 6. Relacja środków wydanych na nabycia akcji własnych do dywidend oraz wypłat ogółem (Polska i Europa) . . . . . 111

Wykres 7. Zmiany wskaźników wypłat na rzecz akcjonariuszy w latach 2004–2016 . . . . . 114

Wykres 8. Średnie wskaźniki wypłat (dywidend, nabywania akcji własnych oraz wypłat ogółem) na rzecz akcjonariuszy w Polsce i wybranych krajach Europy . . . . . 115

Wykres 9. Struktura sektorowa dywidend wypłaconych w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie . . . . . 117

Wykres 10. Struktura sektorowa środków wypłaconych przez nabycie akcji własnych w latach 2004–2016 przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie . . . . . 118

Wykres 11. Liczba objętych badaniem obserwacji odnoszących się do inicjowania dywidendy oraz nabywania akcji własnych . . . . . 167

Wykres 12. Reakcja na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz nabywaniu akcji własnych w dniach (–5; +5) wokół dnia zdarzenia . . . . . 171

Wykres 13. Kształtowanie się średnich skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu w okresie (–60; +60) dni wokół dnia ogłoszenia zdarzenia informującego o inicjowaniu wypłaty dywidendy oraz o planach nabywania akcji własnych . . . . 174

# Abstract


## Corporate payout policy. Determinants – market reaction – evaluation

The 20th century brought significant changes to capital markets these were triggered by transformations within the economic and legal-regulatory environment, including those concerning the politics of profit share with shareholders. The trend that had its beginning in developed capital markets, particularly those in the United States, concerned broadening the range of solutions in the scope of the financial possibilities of settlements by the company with its owners. Firstly, the concept of payout policy started in the United States and later around the world, which means switching from a one-sided dividend policy to a multi-component payout policy (corporate payout policy, distribution policy). Such a broad approach to the payment policy which takes into account various possible forms of payment to the owners has been assumed by the author in this work.

It should be emphasized that the dividend is in the historical sense dominant in the payout policy not only in Poland but also around the world. It is worth noting that in many European markets, at the beginning of the 21st century, it was not possible for a company to repurchase its own shares. Over the years, the experience of enterprises provided examples that in certain situations the repurchase of one's own shares is a tool that increases the value of the company and, as a result, the value for shareholders. The share repurchase began to be treated as a tool to expand the possibilities of implementing the policy of paying out companies listed on the stock exchange.

The monograph presents a comprehensive look at the issue of payout policy of nonfinancial companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The objectives of this work are twofold. On the one hand the analysis and synthesis of the world's research on dividend policy, share repurchases and payout policy. On the other hand – three empirical aims. First of all, to examine cash dividends and share purchases of nonfinancial companies listed on the WSE over the period of 2004–2016, secondly, to analyse the determinants of the firm's propensity to either pay cash dividend or to repurchase shares, thirdly – to examine stock market reaction to dividend initiations and share repurchases announcements.

Considering the goals of this work, two main hypotheses were formulated. Hypothesis HG1 assumes that there is a differentiation of factors that influence a propensity of non-financial firms listed on the WSE to pay cash dividend and repurchase shares. Hypothesis HG2 assumes that market reacts positively to both forms of payout policy, consistent with the signalling theory, however the reaction is stronger to the announcements of share repurchases.

The hypotheses were tested using statistical and econometric methods. Data collected from Thomson Reutersm Thomson Reuters Eikon, companies' annual and current reports, WSE yearly reports, Polish Press Agency, companies' webpages and resolutions of the general meetings of the companies.

The results of the study indicate that over the period of 2004–2016 the importance of disbursement to shareholders increased. As assumed, cash dividend was and still is the main form of payout policy of nonfinancial firms listed on the WSE – companies repurchase their shares, but to a small extent compared to dividends and to a lesser extent than European companies. Similarly as on the European market, the increase of payout ratio was observed (in the area of dividend payments and share repurchases). Moreover, other factors influence the propensity of the companies analysed to pay out dividends, and also to repurchase shares (HG1). The study results indicate that only the size of a firm and risk are the determinants of a propensity firms to implement both forms of payout policy. Parametric tests results for the average daily abnormal returns around the dividend and the share repurchase announcements indicate that – consistent with the assumptions – the market reacts positively to both events. However stronger reaction has been observed in case of share repurchase announcements (HG2).

The added value of this work is its comprehensive analysis. Moreover, the research was conducted in whole on a population of non-financial companies listed on the WSE over the period 2014–2016 (2433 observations).

# Od Redakcji

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak ukończyła studia magisterskie na Wydziale Matematyczno-Fizyczno-Chemicznym na kierunku matematyka oraz na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym na kierunku finanse i bankowość. Od początku swojej kariery zawodowej, od 1996 roku, związana jest z Wydziałem Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, początkowo jako asystent, a po obronie pracy doktorskiej, od 2006 roku, jako adiunkt w Katedrze Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa.

Zainteresowania naukowe Bogny Kaźmierskiej-Jóźwiak koncentrują się wokół finansów przedsiębiorstw, w szczególności problematyki dywidend, polityki wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy, struktury kapitału oraz zagadnień związanych z transakcjami fuzji i przejęć. Była kierownikiem lub wykonawcą kilku projektów badawczych finansowanych przez NCN oraz UE. Efekty badań prowadzonych przez autorkę w obszarze polityki dywidend i nabywania akcji własnych prezentowane były na wielu konferencjach krajowych i zagranicznych oraz opublikowane w postaci artykułów naukowych, między innymi w takich czasopismach, jak „E&M Economics and Management", „Ekonometria", „Przegląd Organizacji", „Procedia Economics and Finance", „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa".

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak jest wykładowcą między innymi finansów przedsiębiorstwa, planowania finansowego, fuzji i przejęć na Uniwersytecie Łódzkim. Prowadzi również wykłady na uczelniach zagranicznych, głównie z tematyki *Mergers and Acquisitions*. Pod jej kierunkiem powstało ponad 200 prac licencjackich i magisterskich.

Ponadto Bogna Kaźmierska-Jóźwiak trzykrotnie otrzymała indywidualne lub zespołowe nagrody Rektora Uniwersytetu Łódzkiego. Została także odznaczona Brązowym Medalem za Długoletnią Służbę, przyznanym postanowieniem Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej.