

Finanse

Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy

Determinanty – reakcja rynku – ocena

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak



Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy

Determinanty – reakcja rynku – ocena



WYDAWNICTWO
UNIWERSYJETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy

Determinanty – reakcja rynku – ocena

Bogna Kaźmierska-Józwiak

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak – Uniwersytet Łódźki, 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 Łódźki, Łódź 2019

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódźkiego

Wydanie I. W.8726.18.0.M

Ark. druk. 13,375

ISBN 978-83-8142-541-4

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

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódźkiego

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

6	Spis treści	
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 odpowiednicy¹.

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.

Zwyczaj 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. Eastbrook (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 Petrsek (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 Frasyński-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 Jeffrey 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), Christopher 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 Renebooga i Grzegorza Trojanowskiego (2011), Marcusa Jacoba i Martina Jacoba (2013) czy Nicolene Wesson, Eona Smita, Martina Kidda i Williama 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) Nicole 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, dojrzałe, 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. Oferę 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 rynku 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 (*cliente effect*). Kolejnym zagadnieniem poruszonym 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 nie-finansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2016. Analizie i ocenie z wykorzystaniem narzędzi 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 przeprowadzonych 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 Czapl. 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.