



Aleksandra Pieloch-Babiarz

Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Zakład Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
apieloch@uni.lodz.pl

WYNIKI EKONOMICZNE A ATRAKCYJNOŚĆ INWESTYCJI W AKCJE SPÓLEK WYPŁACAJĄCYCH DYWIDENDĘ I NABYWAJĄCYCH AKCJE WŁASNE

Streszczenie: Celem opracowania jest zbadanie istnienia związku między formami transferu środków finansowych do właścicieli a atrakcyjnością inwestycji w akcje spółek sektora przemysłu elektromaszynowego. Osiągnięcie tak sformułowanego celu możliwe było w drodze empirycznej weryfikacji hipotezy badawczej stanowiącej, iż zróżnicowaniu form wypłat na rzecz akcjonariuszy towarzyszą znaczące różnice w kondycji finansowej spółek sektora przemysłu elektromaszynowego. Postawiona hipoteza badawcza zweryfikowana została pozytywnie. Spółki prowadzące politykę wypłat z wykorzystaniem odmiennych form transferu środków finansowych do właścicieli (tj. dywidendy i nabycia akcji własnych) różniły się istotnie pod względem sytuacji finansowej i cechowały się różną atrakcyjnością inwestycyjną.

Słowa kluczowe: dywidenda, nabycie akcji własnych, atrakcyjność inwestycyjna, taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji.

JEL Classification: G02, G10, G35.

Wprowadzenie

Decyzje z zakresu polityki dywidendy podejmowane są w przedsiębiorstwie z uwzględnieniem zróżnicowanych przesłanek, celów i rezultatów prowadzenia wypłat na rzecz akcjonariuszy. Strategiczny charakter tych decyzji przejawia się w warunkowaniu możliwości funkcjonowania, rozwoju i budowania pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku, co w konsekwencji może

implikować zmiany w kształtowaniu się wartości rynkowej spółek i wpływać na sposobność realizacji korzyści finansowych przez inwestora giełdowego.

Opracowanie ma charakter przyczynku naukowego z zakresu zarządzania finansami przedsiębiorstw. Jego celem jest zbadanie istnienia związku między formami transferu środków finansowych do właścicieli a atrakcyjnością inwestycji w akcje spółek sektora przemysłu elektromaszynowego. Zamierzenie to wpisuje się w ważny nurt badań zorientowanych na komparację kondycji finansowej akcyjnych spółek publicznych i możliwość realizacji przez nie określonych form wypłat na rzecz właścicieli, a tym samym związane jest z efektywnością zaangażowania kapitałowego inwestorów giełdowych. Dla realizacji celu pracy sformułowana została hipoteza badawcza stanowiąca, iż zróżnicowaniu form wypłat na rzecz akcjonariuszy towarzyszą znaczące różnice w kondycji finansowej giełdowych spółek sektora przemysłu elektromaszynowego. Takie sformułowanie celu i hipotezy badawczej implikowane jest potrzebą pełniejszego poznania finansowych determinant atrakcyjności inwestycji w akcje spółek publicznych wykorzystujących odmienne formy przekazywania środków finansowych właścicielom przedsiębiorstwa.

1. Istota atrakcyjności inwestycji w akcje a finansowe determinanty wyboru formy realizacji polityki wypłat na rzecz właścicieli

Atrakcyjność inwestycji w akcje spółek publicznych zależy w głównej mierze od możliwości osiągnięcia przez inwestora giełdowego odpowiednio wysokiego poziomu zysku przy akceptowalnym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Realizacja korzyści finansowych przez inwestora odbywa się w drodze otrzymania dywidendy (wypłacanej z zysku netto za ostatni rok obrotowy) i osiągnięcia zysków kapitałowych w związku ze wzrostem wartości rynkowej spółki. Wzrost ten warunkowany jest wieloma fundamentalnymi czynnikami, wśród których wymienić należy nie tylko sytuację finansową przedsiębiorstwa i jego plany inwestycyjne, ale również m.in. prowadzenie określonej polityki wypłat na rzecz właścicieli. Wpływ na kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek może mieć zarówno wypłata dywidendy, jak i nabycie akcji własnych. W przypadku gdy wypłata na rzecz akcjonariuszy przybiera postać dywidendy, pozytywną reakcję rynku kapitałowego obserwuje się częściej w sytuacji regularnych, stałych lub rosnących w stałym tempie płatności dywidendowych [Lintner, 1956, s. 99]. Taka polityka wypłat stanowi nie tylko ważny przekaz informacyjny dla

rynku o możliwości realizacji zysków kapitałowych w długim okresie, ale jest również wyrazem dbałości spółki o interesy właścicieli [Duraj, 2002, s. 27].

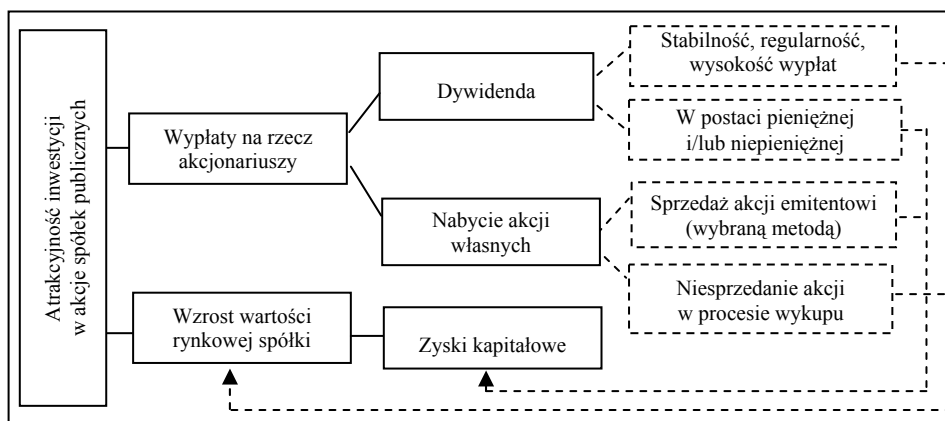
Na wzrost wartości rynkowej spółki może mieć również wpływ forma wypłaty dywidendy¹. Realizacja polityki wypłat z wykorzystaniem dywidendy niepieniężnej w postaci akcji nowej emisji, kształtuje w sposób bezpośredni atrakcyjność inwestycyjną spółki, która przejawia się w tym przypadku w sposobności generowania przyszłych korzyści finansowych zarówno przez możliwość większej partycypacji w zysku netto (w związku z otrzymaniem nowych akcji), jak i przez sprzedaż tych walorów. Z kolei gdy przedmiotem płatności dywidendowych są akcje spółki, w których posiadanie weszła ona w drodze nabycia akcji własnych, to na atrakcyjność inwestycyjną ma również wpływ wzrost kursu giełdowego akcji będący odpowiedzią rynku kapitałowego na ogłoszenie rozpoczęcia procedury wykupu walorów² [Chan, Ikenberry i Lee, 2004, s. 463].

Przeprowadzenie nabycia akcji własnych skutkować może pozytywną ewaluacją atrakcyjności zaangażowania kapitałowego zarówno przez inwestorów decydujących się na odsprzedaż akcji ich emitentowi i zakończenie inwestycji, jak i akcjonariuszy, którzy się na to nie zdecydują. Pierwsza grupa inwestorów może sprzedawać posiadane akcje zwykle po cenie wyższej niż ich cena rynkowa³. Z kolei właściciele pozostający w spółce mają szanse na realizację korzyści finansowych w okresie późniejszym, w związku z wysoce prawdopodobnym wzrostem wartości rynkowej spółki wykupującej akcje własne [Gay, Kale i Noe, 1991, s. 44-59] (zob. rys. 1).

¹ Na GPW w Warszawie dominuje dywidenda pieniężna. Na wypłatę dywidendy niepieniężnej zdecydowało się w ostatnich latach jedynie kilka spółek. Były wśród nich m.in.: Famur SA (dywidenda wypłacona w formie aktywów finansowych), Kredyt Inkaso SA (dywidenda w formie akcji) oraz PGNiG SA (dywidenda rzeczowa) [Pieloch, 2013, s. 433-448].

² Nabycie akcji własnych ma zwykle miejsce w przypadku, gdy cena rynkowa akcji jest niższa od ich wartości wewnętrznej. Zarząd przedsiębiorstwa może wykorzystać wykup akcji do wysłania na rynek kapitałowy sygnału o niedowartościowaniu akcji spółki. Jego rezultatem jest zwykle wzrost kursu rynkowego akcji [Billett i Xue, 2002, s. 1649].

³ Akcjonariusze mogą zrealizować szczególnie wysokie korzyści finansowe w przypadku nabycia akcji własnych wykorzystującego publiczne wezwanie do sprzedaży akcji, jak i transakcje indywidualnie negocjowane z inwestorem [Vermaelen, 2005, s. 178; Vafeas, 1997, s. 101].



Rys. 1. Możliwości realizacji korzyści finansowych przez akcjonariuszy spółek publicznych w drodze wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa z wykorzystaniem odmiennych form wypłat na rzecz właścicieli

Źródło: Opracowanie własne.

Atrakcyjność inwestycji w akcje spółek publicznych oceniana jest przez inwestorów giełdowych w sposób subiektywny. Część z nich dążyć będzie do realizacji długoterminowych korzyści finansowych, budując swój portfel inwestycyjny tak, by w jego skład weszły głównie spółki dywidendowe [Gajdka, 2013, s. 130], pozostali zaś szukać mogą możliwości inwestycji w wartość rynkową spółki. W zależności od posiadanych preferencji, inwestorzy giełdowi dążyć powinni do zaangażowania ich kapitału w akcje przedsiębiorstw charakteryzujących się określoną kondycją finansową. Odmienny standing finansowy determinuje bowiem konieczność dostosowania polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy do możliwości finansowych przedsiębiorstwa i umożliwia tym samym realizację dochodu z inwestycji w takiej formie, jakiej oczekiwał inwestor giełdowy⁴.

Tabela 1. Podstawowe finansowe determinanty realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy w formie dywidendy i nabycia akcji własnych

| Determinanty | Wypłata dywidendy | Nabycie akcji własnych |
|--------------------|--|--|
| 1 | 2 | 3 |
| Płynność finansowa | Realizacja polityki wypłat w formie dywidendy skutkować może zmniejszeniem płynności finansowej i obniżeniem kosztów agencji [Easterbrook, 1984, s. 650] | Realizacja polityki wypłat w formie nabycia akcji własnych pozwoli na zmniejszenie płynności finansowej i obniżenie kosztów agencji [Grullon i Ikenberry, 2000, s. 41] |

⁴ Prowadzona przez przedsiębiorstwo polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy ma na celu przyciągnięcie do spółki określonej grupy inwestorów (tzw. efekt klienteli) [Brigham, 1996, s. 227]. W przypadku, gdy ich oczekiwania co do realizacji korzyści finansowych zostaną spełnione, można mówić o magnetyzmie dywidendy lub magnetyzmie zysków [Duraj, 1996, s. 202].

cd. tabeli 1

| 1 | 2 | 3 |
|--------------------------------------|---|--|
| Poziom zadłużenia | Spółki nadmiernie zadłużone (w szczególności te wykorzystujące zyski netto do spłaty swoich zobowiązań) charakteryzują się mniejszą skłonnością do wypłaty dywidendy [Jensen, Solberg i Zorn, 1992, s. 247-263] | Wykup akcji własnych służyć może do kształtowania struktury kapitału w drodze: a) umorzenia akcji i obniżenia kapitału podstawowego i b) finansowania nabycia akcji długiem [Wiemer i Diel, 2008, s. 301] |
| Rentowność przedsiębiorstwa | Dywidendy wypłacane są częściej przez spółki cechujące się stabilnymi zyskami netto. W przypadku osiągnięcia ponadprzeciętnego wyniku finansowego istnieje możliwość wypłaty dywidendy extra [Duraj, 2002, s. 90] | Nabycie akcji własnych ma częściej miejsce w przypadku tych spółek, które w danym roku obrotowym wypracowały ponadprzeciętny zysk netto [Brav i in., 2005, s. 521] |
| Wielkość majątku spółki | Spółki regularnie wypłacające dywidendę są zwykle przedsiębiorstwami dużymi, osiągającymi wyższe zyski netto w stosunku do swoich potrzeb inwestycyjnych [Fama i French, 2001] | Nabycie akcji własnych preferowane jest zazwyczaj przez spółki mniejsze, znajdujące się w początkowych fazach rozwoju, osiągające niższe i mniej stabilne wyniki finansowe netto |
| Wycena rynkowa spółki (okres krótki) | W dniu „odcięcia” prawa do dywidendy (tzw. <i>ex-dividend day</i>) kurs rynkowy akcji spółek dywidendowych spada, gdyż nie zawierają one już w sobie prawa do dywidendy z zysku netto za poprzedni rok obrotowy [Campbell i Beranek, 1995, s. 425] | Wykup ma zwykle miejsce wtedy, gdy cena rynkowa akcji jest niższa od ich wartości wewnętrznej. Nabycie akcji własnych służy zatem wysłaniu na rynek kapitałowy sygnału o niedowartościowaniu akcji i ma wywołać pozytywną reakcję inwestorów [Chan, Ikenberry i Lee, 2004, s. 463] |

Źródło: Opracowanie własne.

Porównując opłacalność zaangażowania kapitału w akcje wybranych spółek, inwestor giełdowy musi wziąć pod uwagę wiele fundamentalnych determinant realizacji dochodu z inwestycji. Wśród nich znaleźć się powinny m.in. te czynniki finansowe⁵, które warunkują wybór formy wypłat na rzecz akcjonariuszy (zob. tabela 1).

2. Przyjęta w opracowaniu metodyka badań empirycznych

Badania empiryczne zrealizowane zostały na spółkach z sektora przemysłu elektromaszynowego, które w latach 2007-2014 notowane były na GPW w Warszawie (łącznie 39 przedsiębiorstw) i przynajmniej raz dokonały wypłaty na

⁵ Wśród innych czynników, które determinować mogą wybór formy realizacji polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy, znajdują się również czynniki pozafinansowe (np. wiek przedsiębiorstwa i faza cyklu jego życia, struktura właścicielska i konflikty między akcjonariuszami, realizacja programów motywacyjnych, ograniczanie działalności spółki), makroekonomiczne (m.in. cykl koniunkturalny, sytuacja na rynku kapitałowym, uwarunkowania prawne i system podatkowy) i behawioralne (tj. preferencje różnych grup inwestorów i racjonalność ich działań, efekt zakotwiczenia i księgowanie mentalne, premia za dywidendę i wykup akcji własnych, behawioralne spojrzenie na koniunkturę giełdową i możliwości inwestycyjne spółek) [szerzej: Pieloch-Babiarz, 2016].

rzecz akcjonariuszy. Dane do analizy zaczerpnięto z bazy Notoria Serwis SA oraz *Roczników Giełdowych*.

Empiryczna weryfikacja hipotezy badawczej przeprowadzona została dwuetapowo. W pierwszej kolejności zbadano kondycję finansową spółek, dzieląc próbę badawczą według zrealizowanych form wypłaty na rzecz właścicieli, a otrzymane średnie wartości współczynników finansowych porównano parami wykorzystując test istotności różnic dla prób niezależnych. W przypadku gdy test F-Snedecora wykazał, że na przyjętym poziomie istotności $\alpha = 0,01$ nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o równości wariancji, weryfikacja hipotezy o równości dwóch średnich przeprowadzona została za pomocą testu t-Studenta. W przeciwnym razie, zastosowano test t-Studenta z korektą Cochran-Coxa [Stanisz, 2006, s. 224].

W kolejnym etapie analizy wykorzystano taksonomiczną miarę atrakcyjności inwestycji (*TMAI*) będącą metodą porządkowania liniowego, umożliwiającą zastąpienie analizy wielu zmiennych diagnostycznych jedną zagregowaną wielkością [Tarczyński, 1994, s. 275-300]. Za zmienne diagnostyczne przyjęto współczynniki: płynności bieżącej (*CR*), płynności szybkiej (*QR*), ogólnego zadłużenia (*D/A*), rentowności kapitału własnego (*ROE*), rentowności aktywów całkowitych (*ROA*), jak również wielkości aktywów przedsiębiorstwa (*lnAss*), współczynnik „cena-wartość księgową” (*P/BV*) i współczynnik „cena-zysk” (*P/E*)⁶. Taksonomiczną miarę atrakcyjności inwestycji opisać można zatem następującą funkcją:

$$TMAI = f\left(CR, QR, D/A, ROE, ROA, \ln Ass, P/BV, P/E\right)$$

Zmienne diagnostyczne podzielono na stymulanty (tj. *CR*, *QR*, *ROE*, *ROA* i *lnAss*) i destymulanty (tj. *D/A*, *P/BV* i *P/E*), a następnie doprowadzono je do porównywalności⁷, po czym przeprowadzono normalizację obserwacji z wykorzysta-

⁶ W zależności od celu prowadzonej analizy zestaw zmiennych diagnostycznych charakteryzujących atrakcyjność inwestycyjną spółek może być odmienny [Cwynar, 2010, s. 6; Łuniewska i Tarczyński, 2006, s. 46]. Sposób obliczania współczynników finansowych wykorzystanych w opracowaniu przedstawiono m.in. w: [Jerzemowska (red.), 2004]. Wartość współczynników będących zmiennymi diagnostycznymi obliczono na początek roku, w którym przedsiębiorstwo realizowało wypłaty na rzecz akcjonariuszy.

⁷ Przekształcenie destymulant w stymulanty nastąpiło za pomocą następującej formuły różnicowej [por. Nowak, 1990, s. 87]:

$$x_{ij}' = \max_i \{x_{ij}\} - x_{ij}$$

gdzie: x_{ij}' – wielkość otrzymanej stymulanty, x_{ij} – wielkość przekształcanej destymulanty.

niem standaryzacji zero-jedynkowej⁸. Wartość $TMAI$ ⁹ wyznaczono wykorzystując odległość euklidesową oraz odległość uwzględniającą wagi. W przypadku obliczania taksonomicznej miary atrakcyjności inwestycji bez wag ($TMAI_e$) korzystano z następującego wzoru [Łuniewska i Tarczyński, 2006, s. 43-45]:

$$TMAI_e = 1 - \frac{\sqrt{\frac{\sum_{j=1}^m (z_{ij} - z_{0j})^2}{m}}}{d_0}$$

gdzie:

z_{ij} – znormalizowana obserwacja x_{ij} ,

z_{0j} – wzorzec dla j -tej zmiennej,

m – liczba zmiennych,

d_0 – norma zmiennej przyjmująca w badaniu wartość maksymalną d_i .

Wyznaczając ważoną syntetyczną miarę atrakcyjności inwestycji¹⁰ ($TMAI_w$), korzystano z poniższej formuły [Łuniewska i Tarczyński, 2006, s. 45]:

$$TMAI_w = 1 - \frac{\sqrt{\sum_{j=1}^m w_j (z_{ij} - z_{0j})^2}}{d_0}$$

gdzie:

w_j – waga dla j -tej zmiennej oparta na współczynniku zmienności, pozostałe oznaczenia jw.

Ocena zaangażowania kapitałowego inwestorów giełdowych w akcje spółek realizujących odmienne formy wypłaty na rzecz akcjonariuszy została przeprowa-

⁸ Każda zmienna po standaryzacji uzyskała wartość średnią równą zero i odchylenie standardowe równe jeden. W tym celu wykorzystano formułę [Grabiński, Wydmus i Zeliaś, 1989, s. 93]:

$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \bar{x}_j}{S_j}$$

gdzie: z_{ij} – znormalizowana obserwacja x_{ij} , \bar{x}_j – średnia arytmetyczna dla j -tej zmiennej, S_j – odchylenie standardowe dla j -tej zmiennej.

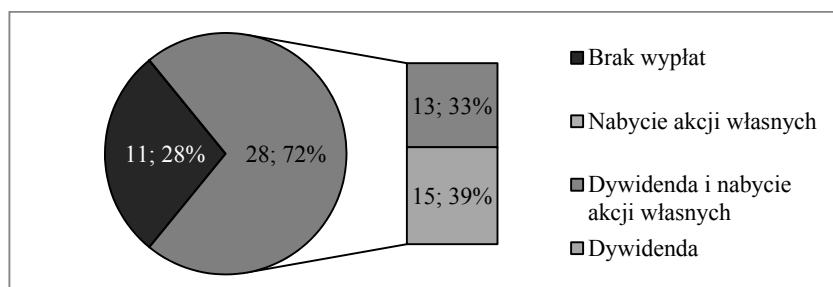
⁹ Im wyższa wartość $TMAI$, tym większa atrakcyjność inwestycji w akcje danej spółki.

¹⁰ System wag oparty został na współczynnikach zmienności zmiennych diagnostycznych [Łuniewska i Tarczyński, 2006, s. 45]. Najwyższe wagi otrzymano dla zmiennych D/A , P/BV i P/E .

dzona nie tylko w kolejnych latach okresu analitycznego, ale także z uwzględnieniem regularności, substytucyjności i komplementarności wypłat¹¹.

3. Charakterystyka przedsiębiorstw próby badawczej

Próbkę badawczą stanowiło łącznie 39 przedsiębiorstw z sektora przemysłu elektromaszynowego notowanych na warszawskim parkiecie w latach 2007-2014. Wśród nich dominowały spółki, które przynajmniej raz zrealizowały wypłaty na rzecz właścicieli (28 podmiotów). Najwięcej przedsiębiorstw (15) prowadziło politykę wypłat w formie dywidendy, a 13 spółek zdecydowało się na transfer środków finansowych do właścicieli w formie dywidendy i nabycia akcji własnych (zob. rys. 2). Ta grupa podmiotów nie była jednak homogeniczna. Znalazły się wśród nich zarówno spółki zastępujące jedną formę wypłat drugą, jak i przedsiębiorstwa dokonujące różnych wypłat w tym samym roku. Substytucję wypłat na rzecz akcjonariuszy zaobserwowano m.in. w spółce Lena Lighting SA, Kopex SA i Energoinstal SA. Natomiast komplementarność wypłat miała miejsce np. w Apator SA, Aplisens SA i Centrum Klima SA. Ponadto, niektóre spółki stosowały dywidendę i nabycie akcji własnych raz w sposób substytucyjny, a za drugim razem w sposób komplementarny (m.in. Amica SA i Famur SA).



Rys. 2. Spółki z sektora przemysłu elektromaszynowego z uwzględnieniem wypłat środków finansowych na rzecz akcjonariuszy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1].

¹¹ Za regularne wypłaty na rzecz właścicieli rozumie się, zgodnie z przyjętą przez GPW w Warszawie metodologią budowy portfela spółek tworzących indeks WIGdiv, takie wypłaty dla akcjonariuszy, które miały miejsce co najmniej trzy razy w ciągu 5 kolejnych lat [*Rocznik Giełdowy*, 2013, s. 104]. Za substytucję wypłat przyjęto zastępowanie jednej formy transferu środków finansowych do akcjonariuszy drugą (w związku z określonymi przesłankami, celami i efektami stosowania zróżnicowanych form wypłaty) [Dittmar, 2000, s. 331], a ich komplementarność zdefiniowano jako przekazanie właścicielom spółki w tym samym roku środków finansowych w postaci zarówno dywidendy, jak i nabycia akcji własnych.

Najwięcej wypłat na rzecz akcjonariuszy przeprowadzonych zostało przez badane spółki w drugiej połowie analizowanego okresu. Dywidenda wypłacana była najczęściej w latach 2013-2014 (po 15 razy), a najrzadziej w 2007 r. (jedyne 2 razy). Najwięcej spółek nabyło akcje własne w latach gorszej koniunktury gospodarczej, tj. w okresie 2008-2009 (odpowiednio 2 i 4 podmioty). Natomiast największą liczbę spółek, które w tym samym roku wypłaciły dywidendę oraz nabyły akcje własne zaobserwowano w roku 2011 (zob. tabela 2). Były to 3 spółki – Amica SA, Centrum Klima SA oraz Famur SA.

Tabela 2. Liczba spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego dokonujących wypłat na rzecz właścicieli w latach 2007-2014

| Rok | Dywidenda | Dywidenda i nabycie akcji | Nabycie akcji własnych | Brak wypłat dla właścicieli | Razem spółki |
|------|-----------|---------------------------|------------------------|-----------------------------|--------------|
| 2007 | 2 | 1 | 0 | 16 | 19 |
| 2008 | 5 | 1 | 2 | 16 | 24 |
| 2009 | 6 | 1 | 4 | 17 | 28 |
| 2010 | 10 | 0 | 1 | 17 | 28 |
| 2011 | 9 | 3 | 1 | 14 | 27 |
| 2012 | 13 | 0 | 1 | 13 | 27 |
| 2013 | 15 | 0 | 1 | 13 | 29 |
| 2014 | 15 | 2 | 0 | 12 | 29 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1].

Nabycie akcji własnych miało w większości przypadków jednorazowy charakter. Dwukrotny wykup akcji zaobserwowano jedynie w trzech spółkach (tj. Aparator SA, Famur SA oraz Kopex SA). Natomiast akcje własne najczęściej wykupywała Amica SA (5 razy w ciągu badanego okresu).

4. Wyniki badań empirycznych nad atrakcyjnością inwestycji w akcje spółek realizujących odmienne formy wypłat

Przeprowadzona w latach 2007-2014 analiza spółek prowadzących działalność gospodarczą w sektorze przemysłu elektromaszynowego wykazała, że przedsiębiorstwa realizujące odmienne formy wypłat na rzecz akcjonariuszy różniły się pod względem sytuacji finansowej.

Spółki dokonujące wypłat jedynie w formie dywidendy cechowały się ponadprzeciętną, tj. wyższą niż średnia w branży, płynnością finansową. Ponadto spółki te były bardziej płynne finansowo niż przedsiębiorstwa nabywające akcje własne, stosujące obie formy wypłat w tym samym roku oraz te niedokonujące

żadnych wypłat na rzecz akcjonariuszy. Spółki dywidendowe charakteryzowały się również relatywnie niskim poziomem zadłużenia. Średnia wartość ich wskaźnika ogólnego zadłużenia była najniższa w branży i prawie dwukrotnie niższa niż w podmiotach nabywających akcje własne. Spółki wypłacające dywidendę cechowały się również wysoką rentownością, a pod względem wielkości majątku nie różniły się od przeciętnego przedsiębiorstwa w sektorze. Co więcej, średnia wartość współczynnika „cena–wartość księgową” była niższa niż w spółkach realizujących wypłatę na rzecz akcjonariuszy w dwóch formach wypłat i wyższa niż w spółkach nabywających akcje własne. Z kolei średnia wartość współczynnika „cena–zysk” obliczanego na początek roku, w którym wypłacono dywidendę, była niższa niż średnia w branży (zob. tabela 3).

Tabela 3. Średnie wartości wybranych współczynników finansowych w spółkach realizujących odmienne formy wypłat na rzecz właścicieli

| Wyszczególnienie | <i>CR</i> | <i>QR</i> | <i>D/A</i> | <i>ROE</i> | <i>ROA</i> | <i>lnAss</i> | <i>P/BV</i> | <i>P/E</i> |
|------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|--------------|-------------|------------|
| Dywidenda | 3,56 | 2,62 | 0,28 | 0,12 | 0,09 | 11,84 | 1,68 | 17,28 |
| Dywidenda i nabycie | 2,46 | 1,72 | 0,30 | 0,18 | 0,13 | 12,35 | 2,36 | 18,70 |
| Nabycie akcji własnych | 1,34 | 1,02 | 0,46 | 0,06 | 0,03 | 13,42 | 0,88 | 7,55 |
| Brak wypłat | 2,19 | 1,77 | 0,43 | 0,06 | 0,04 | 11,79 | 1,57 | 40,31 |
| Średnia w branży | 2,67 | 2,05 | 0,37 | 0,09 | 0,06 | 11,90 | 1,61 | 27,75 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Spółki nabywające akcje własne charakteryzowały się natomiast najniższą płynnością finansową w badanej grupie przedsiębiorstw. Przeciętne wartości współczynników *CR* i *QR* były dwukrotnie niższe od ich średnich wartości obliczanych dla spółek dywidendowych. Ponadto, spółki te cechowały się ponadprzeciętnym poziomem zadłużenia, wyższym nawet niż w przedsiębiorstwach nieprowadzących wypłat na rzecz akcjonariuszy. Spółki te wyróżniały się również najniższą rentownością, najwyższym poziomem aktywów całkowitych, jak również niedowartościowaniem akcji na rynku. Z kolei spółki realizujące politykę dywidendową w dwóch formach wypłat charakteryzowały się najwyższą rentownością w sektorze, jak i wyższą wyceną rynkową niż spółki, które stosowały tylko jedną z dwóch form wypłat dla akcjonariuszy. Należy zauważyć także, że spółki te – pod względem płynności finansowej, poziomu zadłużenia i wielkości przedsiębiorstwa – znalazły się między spółkami dywidendowymi a tymi przeprowadzającymi nabycie akcji własnych. Natomiast przedsiębiorstwa nieprzeprowadzające wypłat na rzecz właścicieli cechowały się niższą niż sektorowa płynnością finansową, rentownością, wielkością spółki i wartością rynkową. W podmiotach tych zaob-

serwowano wysoki poziom zadłużenia, jak i najwyższą średnią wartość współczynnika „cena–zysk”¹² (zob. tabela 3).

Analiza istotności różnic średnich wartości wybranych współczynników finansowych spółek realizujących odmienne formy wypłat na rzecz właścicieli wykazała, że spółki wypłacające dywidendę i nabywające akcje własne różnią się istotnie pod względem poziomu zadłużenia, rentowności, wielkości przedsiębiorstwa i wartości rynkowej. Komparacja spółek dywidendowych i tych stosujących obie formy wypłat dla akcjonariuszy wykazała występowanie istotnych statystycznie różnic w przypadku wszystkich analizowanych współczynników finansowych. Porównanie średnich wartości tych współczynników w spółkach nabywających akcje własne z tymi realizującymi politykę dywidendy w obydwu formach wypłat jednocześnie wykazało, iż przedsiębiorstwa te różniły się istotnie rentownością, wielkością majątku, jak i wyceną przez inwestorów giełdowych. Z kolei spółki nieprzeprowadzające żadnych wypłat na rzecz właścicieli różniły się istotnie od spółek dywidendowych pod względem płynności finansowej, poziomu zadłużenia, rentowności oraz opłacalności inwestycyjnej. Od spółek nabywających akcje własne odróżniał je poziom rentowności majątku, wielkość przedsiębiorstwa i wycena rynkowa. Z kolei od spółek stosujących obie formy wypłat różniły się istotnie poziomem zadłużenia, rentowności, wielkości aktywów i wyceną rynkową (zob. tabela 4).

Tabela 4. Wartości testu F-Snedecora jednorodności wariancji i testu t-Studenta istotności różnic średnich wartości wybranych współczynników finansowych dla spółek stosujących odmienną politykę wypłat dla akcjonariuszy

| Wyszczególnienie | | CR | QR | D/A | ROE | ROA | InAss | P/BV | P/E |
|---------------------------------------|---|-------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------|----------------|----------------|
| 1 | | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| Dywidenda vs. nabycie akcji | F | 19,05 | 21,79 | 0,60 | 2,70 | 3,60 | 1,37 | 1,60 | 18,43 |
| | t | 1,48 | -0,85 | -105,56 | 264,71 | 51,83 | 53,90 | 19,87 | 0,34 |
| Dywidenda vs. dywidenda i nabycie | F | 1,05 | 2,78 | 1,67 | 1,67 | 9,01 | 12,17 | 1,18 | 38,77 |
| | t | 6,19 | 5,37 | 16,67 | -21,19 | 5,88 | 3,93 | 5,29 | -13,59 |
| Nabycie akcji vs. dywidenda i nabycie | F | 10,43 | 1,38 | 1,00 | 6,67 | 13,00 | 1,08 | 3,01 | 5,97 |
| | t | -0,75 | 0,85 | 0,29 | -20,87 | -28,57 | 10,90 | 11,05 | -1,03 |
| Dywidenda vs. brak wypłat | F | 2,84 | 1,71 | 6,47 | 4,35 | 2,99 | 1,79 | 1,52 | 7,38 |
| | t | 6,63 | -4,15 | 21,17 | -58,92 | 98,84 | -1,04 | -1,68 | -375,24 |
| Nabycie akcji vs. brak wypłat | F | 7,57 | 12,77 | 3,88 | 7,62 | 10,78 | 13,08 | 2,42 | 14,60 |
| | t | -1,52 | 1,45 | 1,01 | -0,13 | -3,67 | 5,47 | -215,21 | -0,02 |

¹² Wysoka średnia wartość współczynnika P/E w spółkach nieprzeprowadzających wypłat na rzecz właścicieli związana jest z włączeniem do próby badawczej wszystkich spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego. Wśród tych spółek, kilka z nich charakteryzowało się bardzo wysokim P/E. Wskazać jednakże należy, że u 70% z nich P/E było niższe niż średnia sektorowa wartość tego współczynnika.

cd. tabela 4

| | | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
|-------------------------------------|----------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------|
| Dywidenda i nabycie vs. brak wypłat | <i>F</i> | 1,40 | 1,64 | 3,88 | 1,35 | 11,16 | 1,22 | 1,24 | 27,27 |
| | <i>t</i> | 1,49 | 0,51 | -4,35 | 97,00 | 22,70 | 10,04 | 7,34 | -0,01 |

Oznaczenia:

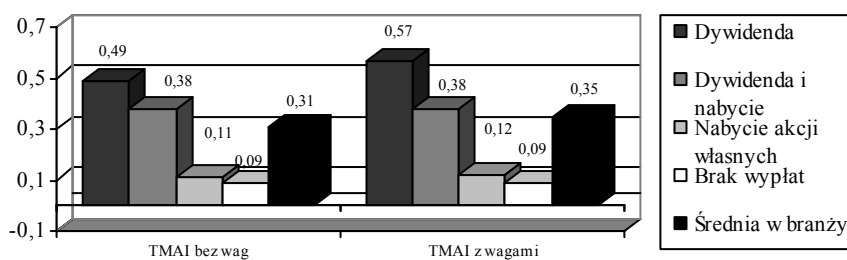
F – wartość testu F-Snedecora

t – wartość testu t-Studenta lub t-Studenta z korektą Cochran-Coxa

bold – istotność statystyczna na poziomie istotności 0,01

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Zróżnicowana kondycja finansowa spółek realizujących odmienne formy wypłat na rzecz właścicieli może mieć wpływ na postrzeganie przedsiębiorstwa przez inwestorów giełdowych i ocenę opłacalności zaangażowania ich kapitału w akcje. Badania empiryczne nad atrakcyjnością inwestycji w walory spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego realizujących politykę wypłat na rzecz akcjonariuszy z zastosowaniem zróżnicowanych form wypłat wykazały, iż w latach 2007-2014 najbardziej atrakcyjnie inwestycyjnie były spółki wypłacające dywidendę (*TMAI* bez wag wyniosła 0,49, a *TMAI* z wagami ukształtowała się na poziomie 0,57). W przypadku spółek realizujących wypłatę na rzecz właścicieli w obu formach wypłat w tym samym roku, atrakcyjność inwestycji była niższa niż w przypadku podmiotów wypłacających tylko dywidendę (obie *TMAI* wyniosły 0,38). Wśród wszystkich przedsiębiorstw przeprowadzających wypłatę na rzecz akcjonariuszy najniższe wartości wyników ekonomicznych zaobserwowano w spółkach, które nabywały akcje własne (*TMAI* wyniosły odpowiednio 0,11 i 0,12 i były niższe niż średnia sektorowa). Natomiast najmniej atrakcyjnie inwestycyjnie okazały się spółki nieprzeprowadzające wypłat na rzecz właścicieli w żadnej z możliwych postaci (zob. rys. 3).



Rys. 3. Wartości taksonomicznej miary atrakcyjności inwestycji dla spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego względem realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Rozpatrując w ujęciu rocznym opłacalność inwestycji w akcje spółek realizujących wypłatę dla akcjonariuszy z wykorzystaniem zróżnicowanych form transferu środków finansowych do właścicieli, zaobserwowano, iż w większości lat analizowanego okresu, tj. w latach 2009-2013, najbardziej interesujące inwestycyjnie były spółki wypłacające dywidendę. Natomiast w latach 2007-2008 i 2014 najwyższą atrakcyjnością inwestycyjną charakteryzowały się spółki korzystające z obu form wypłaty na rzecz właścicieli. Z kolei spółki nabywające akcje własne cechowały się niższymi wartościami *TMAI* niż średnia w sektorze (zob. tabela 5).

Tabela 5. Wartości *TMAI* dla spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego w latach 2007-2014 w podziale na przeprowadzanie wypłat na rzecz właścicieli

| Wyszczególnienie | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <i>TMAI bez wag</i> | | | | | | | | |
| Dywidenda | 0,27 | 0,28 | 0,29 | 0,41 | 0,46 | 0,28 | 0,50 | 0,26 |
| Dywidenda i nabycie | 0,47 | 0,36 | 0,01 | - | 0,36 | - | - | 0,45 |
| Nabycie akcji własnych | - | 0,04 | 0,03 | 0,01 | - | 0,17 | 0,20 | - |
| Brak wypłat | 0,01 | 0,01 | 0,06 | 0,12 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Średnia w branży | 0,12 | 0,13 | 0,17 | 0,32 | 0,27 | 0,24 | 0,38 | 0,36 |
| <i>TMAI z wagami</i> | | | | | | | | |
| Dywidenda | 0,37 | 0,34 | 0,44 | 0,31 | 0,43 | 0,23 | 0,54 | 0,33 |
| Dywidenda i nabycie | 0,59 | 0,49 | 0,08 | - | 0,42 | - | - | 0,39 |
| Nabycie akcji własnych | - | 0,02 | 0,01 | 0,01 | - | 0,21 | 0,28 | - |
| Brak wypłat | 0,01 | 0,01 | 0,08 | 0,04 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Średnia w branży | 0,13 | 0,15 | 0,20 | 0,26 | 0,23 | 0,18 | 0,40 | 0,38 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Zauważyć należy, iż o efektywności zaangażowania kapitałowego w akcje spółek decyduje nie tylko ich kondycja finansowa i wycena rynkowa, ale także m.in. charakter prowadzonej polityki wypłat. Badanie atrakcyjności inwestycji w akcje spółek z sektora przemysłu elektromaszynowego przeprowadzone z uwzględnieniem regularności dokonywania wypłat na rzecz akcjonariuszy wykazało, że rynek kapitałowy lepiej oceniał spółki regularnie wypłacające dywidendę ($TMAI_e$ wyniosła 0,07 a $TMAI_w$ była równa 0,22) względem tych podmiotów, w których dywidenda miała charakter nieregularny ($TMAI$ była równa odpowiednio 0,04 i 0,02). Natomiast w przypadku wykupu akcji własnych zaobserwowano odwrotną zależność. Akcjonariusze preferowali te spółki, które nabywały akcje własne w sposób nieregularny ($TMAI$ ukształtowała się na poziomie 0,25 i 0,27) (zob. tabela 6).

Tabela 6. Atrakcyjność inwestycji w spółki sektora przemysłu elektromaszynowego a regularność dokonywania wypłat na rzecz akcjonariuszy

| Wyszczególnienie | | <i>TMAI bez wag</i> | <i>TMAI z wagami</i> |
|------------------------|--------------|---------------------|----------------------|
| Dywidenda | regularna | 0,07 | 0,22 |
| | nieregularna | 0,04 | 0,02 |
| Nabycie akcji własnych | regularne | 0,01 | 0,01 |
| | nieregularne | 0,25 | 0,27 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Ocena zaangażowania kapitału inwestorów w akcje spółek realizujących wypłaty na rzecz akcjonariuszy zarówno w formie dywidendy, jak i nabycia akcji własnych przeprowadzona z uwzględnieniem komplementarności i substytucyjności wypłat wykazała, że wyższe wartości taksonomicznej miary atrakcyjności inwestycji zaobserwowano w przypadku tych podmiotów, które w tym samym roku przeprowadzały wypłaty w obu formach. W sytuacji, gdy dywidendę i nabycie akcji własnych stosowano w sposób komplementarny, *TMAI bez wag* wyniosła 0,63, a z wagami ukształtowała się na poziomie 0,96 (zob. tabela 7).

Tabela 7. Atrakcyjność inwestycji w spółki sektora przemysłu elektromaszynowego a komplementarność i substytucyjność dokonywania wypłat na rzecz akcjonariuszy

| Wyszczególnienie | <i>TMAI bez wag</i> | <i>TMAI z wagami</i> |
|---|---------------------|----------------------|
| Komplementarność wypłat | 0,63 | 0,96 |
| Substytucyjność wypłat: | 0,01 | 0,02 |
| - zastąpienie dywidendy nabyciem akcji własnych | 0,02 | 0,07 |
| - zastąpienie nabycia akcji własnych dywidendą | 0,01 | 0,01 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 1; www 2].

Z kolei w przypadku, gdy badane formy wypłat stosowane były zamiennie, atrakcyjność inwestycyjna spółek była niska. W tej grupie przedsiębiorstw bardziej atrakcyjne dla inwestora giełdowego okazały się przypadki zastąpienia dywidendy nabyciem akcji własnych.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania empiryczne wykazały, że spółki z sektora przemysłu elektromaszynowego realizujące odmienne formy wypłat na rzecz akcjonariuszy różniły się istotnie pod względem charakterystyki finansowej, warunkując tym występowanie zróżnicowanych efektywnie możliwości zaangażowania kapitałowego inwestorów giełdowych. Porównanie atrakcyjności inwestycyjnej

analizowanych spółek wykazało, iż najbardziej opłacalna dla inwestorów giełdowych była inwestycja w akcje spółek wypłacających dywidendę. Przedsiębiorstwa te charakteryzowały się ponadprzeciętną płynnością finansową, rentownością i wyceną rynkową, jak również niższym niż średnia w branży zadłużeniem aktywów całkowitych i relatywnie niską wartością współczynnika „cena–zysk”. Wśród spółek dywidendowych największą atrakcyjność inwestycyjną wykazywały te, w których wypłaty dywidendy przeprowadzane były regularnie.

Ewaluacja opłacalności inwestycji w spółki z sektora przemysłu elektromaszynowego wykazała, że najmniej atrakcyjne dla inwestorów giełdowych, pod względem wybranych wyników ekonomicznych, były podmioty nabywające akcje własne. Cechowały się one najniższą w sektorze płynnością finansową i rentownością, były ponadprzeciętnie zadłużone i posiadały duży majątek. Atrakcyjność inwestycji w ich akcje przejawiała się w najniższych w branży wartościach współczynników P/BV i P/E . W tej grupie przedsiębiorstw szczególnie opłacalne dla inwestora giełdowego było zaangażowanie kapitału w walory spółek nabywających akcje własne w sposób nieregularny (m.in. w celu zmniejszenia niedowartościowania akcji spółek na giełdzie).

Spółki prowadzące politykę wypłaty na rzecz akcjonariuszy z wykorzystaniem obydwu form wypłat charakteryzowały się dobrą kondycją finansową (w tym najwyższą rentownością majątku i kapitału własnego w sektorze). W grupie tych spółek największą atrakcyjność inwestycyjną wykazywały podmioty stosujące obydwie formy wypłat w sposób komplementarny.

Podsumowując należy dodać, że przedstawionych w artykule wyników badań nie należy uogólniać, gdyż odnoszą się one jedynie do 39 spółek sektora przemysłu elektromaszynowego. Sektor ten został wybrany do badań ze względu na jego charakterystykę. Spółki należące do tego sektora są przedsiębiorstwami dużymi i dojrzałymi, charakteryzującymi się w dużej mierze regularnymi wypłatami dywidendy, a osiągane przez nie zyski netto często przewyższają ich potrzeby inwestycyjne. Zaprezentowane badania powinny być zatem rozszerzone na inne sektory gospodarcze (w szczególności te, w których spółki intensywnie się rozwijają), jak również uzupełnione o dalsze analizy wyników ekonomicznych spółek giełdowych przeprowadzone w szerszym okresie analitycznym (z wyodrębnieniem podokresów różniących się np. sytuacją gospodarczą). Badanie zmian atrakcyjności inwestycyjnej spółek giełdowych w czasie, jak również przeprowadzenie międzysektorowej analizy komparatywnej dostarczy pełniejszego obrazu relacji między wynikami ekonomicznymi przedsiębiorstwa a formą wypłaty na rzecz akcjonariuszy.

Literatura

- Billett M.T., Xue H. (2002), *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, „The Journal of Finance”, Vol. LVII, No. 4.
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R. (2005), *Payout Policy in the 21st Century*, „Journal of Financial Economics”, nr 77.
- Brigham E.F. (1996), *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa.
- Campbell J.A., Beranek W. (1995), *Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates*, „Journal of Finance”, No. 10.
- Chan K., Ikenberry D., Lee I. (2004), *Economic Sources of Gain*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 39, No. 3.
- Cwynar W. (2010), *Quasi-beta Index: Multidimensional Comparative Analysis Application to Determine Risk Index for Stock Investments on the Warsaw Stock Exchange*, „E-finanse”, nr 6.
- Dittmar A.K. (2000), *Why Do Firms Repurchase Stocks?* „Journal of Business”, Vol. 73, No. 3.
- Duraj A.N. (2002), *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Duraj J. (1996), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa.
- Esterbrook F. (1984), *Two Agency – Cost Explanation of Dividends*, „American Economic Review”, No. 74.
- Fama E.F., French K.R. (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* „Journal of Financial Economics”, No. 60.
- Gajdka J. (2013), *Behawioralne finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Gay G.D., Kale J.R., Noe T.H. (1991), *Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth, and Corporate Control Effects*, „Financial Management”, Vol. 20, No. 1.
- Grabiński T., Wydmus S., Zeliaś A. (1989), *Metody taksonomii numerycznej w modelowaniu zjawisk społeczno-gospodarczych*, PWE, Warszawa.
- Grullon G., Ikenberry D.L. (2000), *What do we Know about Stock Repurchases*, „Journal of Applied Corporate Finance”, No. 13.
- Jensen G.R., Solberg D.P., Zorn T.S. (1992), *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 27, No. 2.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „The American Economic Review”, Vol. 46, No. 2.
- Łuniewska M., Tarczyński W. (2006), *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, WN PWN, Warszawa.

- Nowak E. (1990), *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, PWE, Warszawa.
- Pieloch A. (2013), *Dywidenda niepieniężna jako narzędzie restrukturyzacji kapitałowej i właścicielskiej przedsiębiorstwa* [w:] R. Borowiecki, J. Chadam, J. Kaczmarek (red.), *Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Pieloch-Babiarz A. (2016), *Koncentracja własności i kontroli a wypłaty dywidendy pieniężnej w spółkach przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie*, *Folia Oeconomica*, w druku.
- Rocznik Giełdowy* (2013), GPW w Warszawie.
- Stanisz A. (2006), *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem STATISTICA PL na przykładach z medycyny. Tom. 1*, StatSoft.
- Tarczyński W. (1994), *Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe*, „Przegląd Statystyczny”, nr 3.
- Vafeas N. (1997), *Determinants of the Choice between Alternative Share Repurchase Methods*, „Journal of Accounting”, Vol. 12, No. 2.
- Vermaelen T. (2005), *Share Repurchases*, „Foundations and Trends in Finance”, Vol. 1, No. 3.
- Wiemer J., Diel S. (2008), *Strategies for Share Buybacks*, „Journal of Corporate Treasury Management”, No. 1.
- [www 1] <http://ir.notoria.pl/> (dostęp: 25.02.2016).
- [www 2] https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (dostęp: 26.02.2016).

ECONOMIC RESULTS AND ATTRACTIVENESS OF INVESTING IN SHARES OF THE COMPANIES PAYING DIVIDEND AND CONDUCTING BUY-BACKS

Summary: The aim of this paper is to investigate the existence of the relationship between the forms of funds transfer to the shareholders and the investment attractiveness in the shares of electromechanical industry sector companies. An achievement of the objective was possible to accomplish through empirical verification of research hypothesis stipulating that the diversity of payout forms is accompanied by significant differences in the financial condition of electromechanical industry sector companies. The research hypothesis was positively verified. The companies conducting the payout policy using various forms of payment (i.e. dividend and share buy-back) had significantly different financial condition and were characterized by different investment attractiveness.

Keywords: dividend, share buyback, investment attractiveness, taxonomic measure of investment attractiveness.