

*Aleksandra Pieloch*<sup>\*</sup>

**ROZWAŻANIA NAD SUBSTYTUCYJNOŚCIĄ WYPŁAT DYWIDENDY  
PIENIĘŻNEJ I WYKUPU AKCJI WŁASNYCH NA PRZYKŁADZIE  
POLSKICH SPÓŁEK PUBLICZNYCH**

**1. WSTĘP**

Zasadniczym celem artykułu jest zaprezentowanie wyników wstępnych badań empirycznych nad substytucyjnością zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w formie wypłaty dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych.

Podjęcie rozważań nad odkupieniem akcji własnych obliguje do zwrócenia uwagi na istotną kwestię relacji tegoż wykupu do wypłaty dywidendy pieniężnej. Potrzeba analizy wskazanego problemu implikowana jest przede wszystkim ważnością wyboru najodpowiedniejszej formy realizacji polityki dywidendy w spółkach publicznych z wykorzystaniem różnorodnych jej instrumentów<sup>1</sup>. Analiza nabycia akcji własnych i wypłaty dywidendy pieniężnej, jako alternatywnych form zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy, przejawiać się powinna nie tylko w badaniu zamierzeń ich przeprowadzenia, ale także w zwróceniu uwagi na efekty jakie one przynoszą.

Wykup akcji własnych można traktować jako szczególny instrument realizacji polityki dywidendy, którego wykorzystanie jest zarówno decyzją finansową spółki, jak również decyzją inwestycyjną. Odkupienie własnych walorów nie pozostaje także obojętne względem działalności operacyjnej przedsiębiorstwa<sup>2</sup>. Może ono istotnie zmienić strukturę kapitałową spółki, średnio ważony koszt kapitału, a tym samym wpłynąć na wartość rynkową przedsiębiorstwa. W zależności od zamierzeń wykupu można ułatwić inwestorom wyjście z inwestycji, zmniejszyć niedowartościowanie akcji spółki, ułatwić realizację programów menedżerskich, zmniejszyć liczbę akcji w obrocie, pozwolić kształ-

---

<sup>\*</sup> Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

<sup>1</sup> A. N. D u r a j, *Rezerwy a strategię finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, 2008, s. 110.

<sup>2</sup> A. R u t k o w s k i, *Wykupy akcji własnych – warunki powodzenia operacji*, „Bank i Kredyt”, listopad–grudzień 2005, s. 43.

tować strukturę akcjonariatu czy też umożliwić spółce obronę przed wrogim przejęciem<sup>3</sup>.

Wśród efektów nabycia akcji własnych wskazać należy m. in.: redukcję aktywów spółki, umorzenie części akcji, zmniejszenie wartości kapitału własnego, wzrost zadłużenia (w przypadku, gdy wykup był finansowany środkami obcymi), zwiększenie cen rynkowych akcji<sup>4</sup>, zmianę struktury właścicielskiej czy zaspokojenie oczekiwań akcjonariuszy przez zwrócenie im wolnych środków pieniężnych w przypadku, gdy projekty inwestycyjne przedsiębiorstwa są nierentowne<sup>5</sup>.

Dla realizacji celu opracowania przyjęta została hipoteza badawcza stwierdzająca, iż wykupy akcji własnych stanowią na warszawskim parkiecie coraz częściej stosowaną – wobec dywidendy pieniężnej – formę zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy.

Hipoteza ta wydaje się być uzasadniona z punktu widzenia cech charakteryzujących wykup i dywidendę pieniężną. Nabycie akcji własnych może być preferowanym przez spółki sposobem transferu środków finansowych do właścicieli z tego względu, iż jest ono formą bardziej elastyczną niż dywidenda. Elastyczność wykupu akcji własnych należy rozpatrywać w trzech wymiarach. Trójwymiarowa perspektywa badawcza powinna być prowadzona ze względu na czas trwania przeprowadzania odkupienia, akcjonariuszy, do których wykup jest skierowany oraz możliwość kontynuacji nabycia w kolejnych latach.

Większa elastyczność nabycia akcji własnych względem dywidendy pieniężnej uwydatnia się w możliwości rozłożenia tego procesu w czasie, zawieszeniu go na pewien okres, a nawet zaniechaniu przeprowadzenia już ogłoszonego odkupienia, co nie może mieć miejsca w przypadku wypłaty dywidendy pieniężnej.

Elastyczność wykupu akcji własnych może przejawiać się również w jego selektywności i fakultatywności<sup>6</sup>. Fakultatywny charakter wykupu oznacza, iż właściciele nie są zobowiązani do odsprzedaży akcji, ale mają takie prawo, natomiast selektywność nabycia znajduje wyraz w tym, że wykup – w przeciwieństwie do dywidendy pieniężnej – obejmuje jedynie określonych akcjonariuszy. Może on zatem istotnie zmienić strukturę właścicielską, eliminu-

<sup>3</sup> S. G. Badrinath, N. P. Varaiya, R. L. Ferling, *Share Repurchase: To Buy or Not to Buy*, „Financial Executive”, May 2001, s. 43–48; K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, September 2004, Vol. 39, No. 3, s. 461–479.

<sup>4</sup> A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management. Konceptje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008, 441–442.

<sup>5</sup> A. Rutkowski, *Rachunek efektywności wykupu akcji własnych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, s. 234–235.

<sup>6</sup> A. Kusak, *Jakie są finansowe konsekwencje podziału zysku netto?*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 17, www.infor.pl.

jąc ze spółki inwestorów krótkoterminowych, właścicieli mniejszościowych oraz tzw. akcjonariuszy pesymistycznych.

Ponadto, większa elastyczność nabycia względem dywidendy pieniężnej przejawia się także w tym, iż przeprowadzenie nabycia akcji własnych w danym roku nie obliguje przedsiębiorstwa do jego kontynuacji w latach następnych. Z kolei w przypadku spółek wypłacających dywidendę elastyczność zwrotu środków pieniężnych jest mniejsza, gdyż akcjonariusze preferują zwykle stabilną politykę dywidendową polegającą na regularnych wypłatach stałych lub rosnących w stałym tempie dywidend<sup>7</sup>. Zmiana dotychczasowej polityki wypłat dywidendowych może skutkować problemami z pozyskaniem kapitału w drodze nowej emisji akcji, gdyż „(...) systematyczna wypłata dywidend jest jednym ze sposobów przyciągania akcjonariuszy. Przy klarownej polityce dywidend inwestor giełdowy może przewidzieć z większym prawdopodobieństwem dochód z dywidendy niż dochód ze zmiany kursu akcji”<sup>8</sup>.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy badawczej analizie poddano spółki akcyjne notowane na rynku głównym (podstawowym i równoległym) GPW w Warszawie w latach 2001–2009. Wybrany okres badawczy związany jest z wejściem w życie w 2001 r. Kodeksu spółek handlowych, który znacząco zliberalizował generalny zakaz nabycia akcji własnych<sup>9</sup>.

Zasadniczym sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej jest analiza raportów bieżących spółek giełdowych nabywających akcje własne i wypłacających dywidendę pieniężną oraz ich raportów okresowych publikowanych na stronach internetowych. Dane finansowe spółek zaczerpnięto z bazy *Notoria Serwis SA* oraz *GPWInfoStrefa*. Ponadto, oparto się także na *Rocznikach Giełdowych i Biuletynach Statystycznych*.

## 2. O SUBSTYTUCYJNOŚCI WYPŁAT DYWIDENDY PIENIĘŻNEJ I WYKUPU AKCJI WŁASNYCH – PRZEGLĄD LITERATURY PRZEDMIOTU

W rozważaniach nad alternatywnymi formami realizacji polityki dywidendy pojawia się problem z jednoznacznym zdefiniowaniem zwrotu „substytucyjność wypłat dywidendy pieniężnej oraz wykupu akcji własnych”. W przeważającej większości opracowań literaturowych termin ten nie jest wyjaśniany – co wiąże się zapewne z powszechnie używanym ekonomicznym znaczeniem słowa „substytucja” oznaczającym wzajemne zastępowanie się dóbr o podobnych właści-

<sup>7</sup> A. Dułiniec, *Finansowanie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 101.

<sup>8</sup> M. Wypych, *Umorzenie akcji i wypłata dywidend a wycena rynkowa spółki*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Płock–Beijing–Łódź, s. 103.

<sup>9</sup> *Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm, art. 362–365.

wościach<sup>10</sup>. W części badań empirycznych nad tym zagadnieniem szczególną uwagę poświęca się jedynie przeanalizowaniu liczby podmiotów, które w kolejnych latach dokonały wypłat na rzecz właścicieli posługując się różnymi instrumentami polityki dywidendy<sup>11</sup>. W ilościowym ujęciu substytucyjności autorzy zakładają, iż te dwa instrumenty polityki dywidendowej należy traktować jako substytuty w przypadku, gdy wraz ze wzrostem liczby wykupów akcji własnych maleje liczba przedsiębiorstw wypłacających dywidendę pieniężną<sup>12</sup>.

Niektórzy autorzy proponują analizować problem substytucyjności tych dwóch form realizacji polityki dywidendy w także ujęciu wartościowym, co sprowadza się do porównywania wartości środków pieniężnych zwróconych do akcjonariuszy w postaci wypłat dywidendy z tymi, które przekazane zostały w postaci wykupu akcji własnych. W sytuacji, gdy wartość środków finansowych transferowanych do właścicieli przy użyciu jednego z tych instrumentów maleje przy jednoczesnym wzroście wartości wypłat z wykorzystaniem drugiego z nich, należy mówić o alternatywnych formach zwrotu środków finansowych do właścicieli spółki<sup>13</sup>.

Prowadząc rozważania nad instrumentami wypłat środków pieniężnych do właścicieli należy zastanowić się nad problemem, czy ich analiza – zarówno w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym – w pełni umożliwi zbadanie substytucyjności odkupienia własnych walorów i wypłaty dywidendy pieniężnej. Wydaje się, iż taka analiza jest jedynie wstępem do pogłębionych badań nad możliwościami zastępowania dywidendy pieniężnej wykupem własnych walorów, a termin „substytucyjność” może być w tym przypadku określeniem nadużywanym. Posługiwanie się tym określeniem prowadzić może bowiem do nadinterpretacji wyników analizy, gdyż substytucyjność wykupu i dywidendy powinno się rozpatrywać nie tylko jako zastępowanie jednej formy wypłat drugą, ale także przede wszystkim przeprowadzić należy badanie z punktu widzenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa<sup>14</sup>, a co za tym idzie również motywów oraz rezultatów przeprowadzania wypłat w każdej z tych dwóch form.

Pierwsze badania nad polityką wypłat dywidend przeprowadzone zostały w 1961 r. przez M. H. Millera oraz F. Modiglianiego, którzy przedstawili model

<sup>10</sup> J. Tokarski (red.), *Słownik wyrazów obcych*, PWE, Warszawa 1980, s. 710.

<sup>11</sup> S. L. Chuang, *Why Firms Repurchase Stocks?*, „Journal of Management Science”, June 2003, Vol. 19, No. 1, s. 79–108.

<sup>12</sup> A. K. Dittmar, *Why do Firms Repurchase Stock?*, „Journal of Business” 2000, Vol. 73, No. 3, s. 331.

<sup>13</sup> M. J. Mauboussin, *Clear Thinking about Share Repurchase. Capital Allocation, Dividends and Share Repurchase*, „Legg Mason Capital Management”, 10 January 2006, s. 4.

<sup>14</sup> H. Eije, W. Meggison, *Dividends and Share Repurchase in the European Union*, „Journal of Financial Economics” 2007; A. Young, *Financial Operating and Security Market Parameters of Repurchasing*, „Financial Analysts Journal” 1969, Vol. 25.4, s. 123–128; V. Medury, L. E. Bowyer, V. Srinivasan, *Stock Repurchases: A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1982, Vol. 39, s. 21–35.

nieistotności dywidend. Zgodnie z zaproponowanym przez nich modelem zarówno wypłata dywidendy pieniężnej, jak i wykup akcji własnych nie mają wpływu na wartość przedsiębiorstwa i cenę rynkową jego akcji. Autorzy ci dowodzą, iż na rynkach kapitałowych o mocnej formie efektywności odkupienia własnych walorów i wypłaty dywidendy są doskonałymi substytutami<sup>15</sup>.

Politykę wypłat na rzecz akcjonariuszy należy rozpatrywać w ścisłym związku z teorią sygnalizacji stanowiącą o istnieniu asymetrii informacyjnej. K. Chan, D. Ikenberry i I. Lee wskazują, iż jednym z potencjalnych mechanizmów sygnalizacyjnych są wypłaty dywidend oraz wykupy akcji własnych<sup>16</sup>. Badania przeprowadzone przez A. R. Oferę oraz A. V. Thakora wykazały jednakże, iż odkupienia akcji własnych mają większą wartość sygnalizacyjną niż wypłata dywidendy pieniężnej<sup>17</sup>. Ponadto, autorzy ci dowodzą, że poziom asymetrii informacyjnej zależy od wielkości spółki. Duże przedsiębiorstwa rzadko są niedowartościowane, gdyż są poddawane przez inwestorów szczegółowej analizie. Z kolei mniejsze spółki, by zwrócić uwagę rynku na wycenę ich akcji poniżej wartości wewnętrznej, potrzebują wysłać do inwestorów silny sygnał w postaci wykupu akcji własnych. Jak wykazują P. S. Clifford i M. S. Weisbach nabycie akcji własnych jest negatywnie powiązane z ich wcześniejszymi cenami<sup>18</sup>. J. Pettit podkreśla jednakże, iż ogłoszenie decyzji o wykupie akcji własnych może być negatywnym sygnałem dla rynku w sytuacji, gdy menedżerowie odsprzedają posiadane przez siebie akcje spółki, a wtedy cena rynkowa walorów może spaść<sup>19</sup>. K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee i Y. Wang wykazali, iż ogłoszenie programu wykupu może mieć również na celu świadome wprowadzenie inwestorów w błąd i być próbą manipulacji ceną rynkową akcji<sup>20</sup>.

Szerokie badania nad problematyką wypłat środków pieniężnych na rzecz właścicieli w obu formach realizacji polityki dywidendy przeprowadzone zostały przez A. Brava, J. R. Grahama, C. R. Harvey'a oraz R. Michaely'ego<sup>21</sup>. Na ich podstawie autorzy wysnuli wniosek, iż mimo że dywidendy są coraz częściej zastępowane wykupem akcji własnych, to nie należy traktować tych instrumen-

<sup>15</sup> M. H. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation on Shares*, „Journal of Business”, October 1961, Vol. 34, s. 413.

<sup>16</sup> K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, *Economic Sources...*, *op. cit.*, s. 463.

<sup>17</sup> A. R. Ofer, A. V. Thakor, *A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends*, „Journal of Finance” 1987, Vol. 42, s. 365.

<sup>18</sup> P. S. Clifford, M. S. Weisbach, *Actual Share Reactions in Open Market Repurchases Programs*, „Journal of Finance”, February 1998, Vol. 53, s. 313.

<sup>19</sup> J. Pettit, *Is a Share Buyback Right for Your Company?*, „Harvard Business Review”, April 2001, s. 142.

<sup>20</sup> Zob. K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, Y. Wang, *Share Repurchase as a Tool to Mislead Investors: Evidence from earnings Quality and Stock Performance*, „Journal of Corporate Finance”, 2010, Vol. 16, s. 137–158.

<sup>21</sup> A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, R. Michaely, *Payout Policy in the 21<sup>st</sup> Century*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 77, s. 521.

tów jako doskonałych substytutów. Decyzje o wypłacie dywidendy mają charakter decyzji inwestycyjnych, a decyzje o nabyciu własnych walorów zapadają po wypłacie dywidendy i w przypadku, gdy spółka nie posiada rentownych projektów rozwojowych. Ponadto, autorzy ci dowodzą, że dywidendy pieniężne wypłacane są w sytuacji, gdy zyski netto są stabilne, natomiast nabycie ma miejsce w przypadku, gdy spółki wypracowują zyski ponadprzeciętne. Autorzy udowadniają również, iż jednym z celów odkupienia jest wzrost wartości wskaźnika „zysk na akcję” twierdząc, iż nabycie akcji przez ich emitenta powoduje zmniejszenie się ich liczby w obrocie, co z kolei jest przyczyną wzrostu zysku przypadającego na jedną akcję oraz obniżenie się wskaźnika „cena/zysk”<sup>22</sup>.

J. Oded i A. Michel dowodzą jednakże, że jest to myślenie błędne i wykazują, że wykupy akcji prowadzą wprawdzie do wzrostu ceny rynkowej tych walorów, jednakże nie mają one wpływu na zmianę wartości wskaźnika *EPS*<sup>23</sup>. Wykup akcji nie prowadzi bezpośrednio do zwiększenia wskaźnika zysku przypadającego na jedną akcję. Zmiana liczby akcji w obiegu zmniejsza mianownik tego wskaźnika, ale niekoniecznie implikuje zwiększenie całego *EPS*. G. Grullon oraz D. L. Ikenberry<sup>24</sup> wyjaśniają, że jeżeli nabycie akcji odbyło się za wynagrodzeniem, to zmniejszona została wielkość aktywów spółki, które są podstawą do wypracowania zysku. Problem ten porusza także A. Damodaran, który wskazuje, iż zarówno każda z dwóch form zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy zmniejsza wartość aktywów przedsiębiorstwa, a w rezultacie wpływa na wartość rynkową kapitału własnego, jednakże sposób wpływu na tę wartość jest odmienny. Ponadto, wypłata dywidendy nie powoduje – w przeciwieństwie do przeprowadzenia odkupienia – redukcji liczby akcji w obiegu i zmiany struktury właścicielskiej. W przypadku dywidendy, w dniu następnym po dniu ustalenia prawa do niej cena akcji z reguły spada, bo nie zawiera ona już w sobie prawa do dywidendy<sup>25</sup>.

Jak wskazują M. Goddard<sup>26</sup> oraz B. Cornell<sup>27</sup> odkupienie akcji zwykle nie obniża ich ceny rynkowej, a wręcz przeciwnie może prowadzić do ich wzrostu. Dlatego też, to właśnie wykup akcji powinien być przedmiotem zainteresowania menedżerów posiadających opcje pracownicze na akcje. Menedżerowie ci będą

<sup>22</sup> A. Szablewski, *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 59.

<sup>23</sup> J. Oded, A. Michel, *Stock Repurchases and the EPS Enhancement Fallacy*, „Financial Analyst Journal” 2008, Vol. 64, No. 4, s. 64.

<sup>24</sup> G. Grullon, D.L. Ikenberry, *What do we Know about Stock Repurchases*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2000, Vol. 13, s. 41.

<sup>25</sup> A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 1101.

<sup>26</sup> M. Goddard, *Share buybacks*, „Financial Management”, October 2005, s. 25.

<sup>27</sup> B. Cornell, *Dividends, Stock Repurchases, and Valuation*, „Journal of Applied Finance”, Fall/Winter 2005, s. 13–24.

zatem preferowali wykupy akcji własnych względem wypłat dywidendy pieniężnej.

Rozpatrując substytucyjność wykupu akcji własnych i pieniężnych wypłat dywidendy w nawiązaniu do teorii agencji wskazać należy, iż obydwie formy wypłat mogą zostać wykorzystane do ograniczenia konfliktu agencji. K. R. Raghavan zauważa, że w przypadku kiedy spółka posiada wolne przepływy pieniężne, agenci mogą wybrać pomiędzy różnymi alternatywnymi formami wykorzystania tych środków, tj. ich zainwestowaniem lub zwrotem właścicielom<sup>28</sup>. Jednakże w przypadku, gdy przedsiębiorstwo posiada wolne środki finansowe, przy jednoczesnym braku odpowiednio rentownych projektów inwestycyjnych, nadmiar gotówki powinien być dystrybuowany do właścicieli. W przeciwnym razie, spółka poniesie znaczące koszty agencji<sup>29</sup>, które wynikać będą z inwestowania wolnych środków pieniężnych w projekty mało rentowne bądź nieopłacalne. Jak wykazali F. Easterbrook<sup>30</sup> i M. Jensen<sup>31</sup> zarówno wypłata dywidendy, jak i wykup akcji własnych prowadzą do obniżenia kosztów agencji, jednakże odkupienie może powodować większy spadek tych kosztów.

Wykup akcji własnych może być również wykorzystywany jako metoda ochrony spółki wrogim przejęciem, któremu przeprowadzeniu sprzyjają m. in. niedowartościowanie akcji na rynku czy rozproszenie akcjonariatu. M. T. Billett i H. Xue argumentują, iż nabycie akcji własnych – zwiększając ich cenę rynkową – wpływa na wzrost kosztów przejęcia spółki, co w rezultacie może doprowadzić do odstąpienia od dokonania przejęcia<sup>32</sup>. Ponadto, wykup akcji zmniejsza rozdrobnienie struktury akcjonariatu. Koncentracja akcji w rękach inwestorów strategicznych i wyjście z inwestycji akcjonariuszy krótkookresowych oraz tzw. akcjonariuszy pesymistycznych stanowi dodatkową barierę przejęcia. Zaznaczyć należy, iż wypłata dywidendy nie chroni spółki przed wrogim przejęciem<sup>33</sup>.

D. B. Hausch oraz J. K. Seward dowodzą, iż między wykupem akcji własnych a wypłatą dywidendy pieniężnej występują istotne różnice. Przejawiają się one m. in. w elastyczności ich zastosowania. Płacąc dywidendy regularnie lub dokonując jednorazowego nabycia, spółki mogą sygnalizować poziom wygospodarowanych przez siebie zysków netto. Ponadto, autorzy wyjaśniają, iż cena

<sup>28</sup> K. R. Raghavan, *Are Share Repurchases Effective Signals to the Market?*, „Bank Accounting & Finance”, June–July 2006, s. 27.

<sup>29</sup> M. Hjeltnad, A. Marshall, T. Walmsley, *Open Market Share Repurchases in the UK: Evidence on the Agency Theory of Free Cash Flow*, „Applied Financial Economics Letters” 2006, No. 2, s. 383.

<sup>30</sup> F. Easterbrook, *Two Agency – Cost Explanation of Dividends*, „American Economic Review” 1984, Vol. 74, s. 650.

<sup>31</sup> M. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review” 1986, Vol. 76, s. 323.

<sup>32</sup> M. T. Billett, H. Xue, *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, „The Journal of Finance”, Vol. LXII, No. 4, August 2007, s. 1827.

<sup>33</sup> Zob. D. J. Denis, *Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends*, „The Journal of Finance”, Vol. 45, No. 5, December 1990, s. 1433.

wykupu nie jest pewna, natomiast poziom wypłacanej dywidendy zawsze jest znany<sup>34</sup>.

K. John oraz J. Williams wskazują, że wykup akcji własnych może być preferowanym względem dywidendy pieniężnej sposobem zwrotu gotówki do właścicieli w tych systemach podatkowych, w których stopa podatku od zysków kapitałowych jest niższa niż stopa opodatkowania środków wypłaconych w formie dywidendy<sup>35</sup>. Ponadto, w przypadku odkupienia akcji tylko ta część środków jest opodatkowana, która stanowi różnicę między ceną nabycia a ceną uzyskaną z odsprzedaży akcji. A. Dittmar zaznacza nadto, że dywidendy pieniężne i wykupy akcji własnych należy traktować jako substytuty, gdyż wzrost stopy podatku od zysków kapitałowych przyczynia się do spadku liczby wykupów<sup>36</sup>.

Również badania G. Grullona oraz R. Michaely'ego potwierdzają hipotezę substytucji. Autorzy ci wykazali, że istnieje negatywne skorelowanie wielkości wypłat dywidendowych i odkupień akcji własnych, a liczba przedsiębiorstw nabywających własne walory z roku na rok rośnie. Ponadto, autorzy ci udowodnili, iż sposób przekazania właścicielom wypracowanych środków finansowych nie zależy od wielkości i wieku przedsiębiorstwa<sup>37</sup>.

Z kolei H. DeAngelo, L. DeAngelo i D. Skinner nie znaleźli dowodów na poparcie hipotezy substytucji. Ich badania nad relacją między zaprzestaniem wypłat dywidend specjalnych i rozpoczęciem zwracania środków pieniężnych w formie nabycia akcji własnych nie dostarczyły dowodów na to, iż odkupienie zastąpiło wypłatę dywidendy pieniężnej<sup>38</sup>.

### 3. CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTW PRÓBY BADAWCZEJ

Próbie badawczą stanowiły 474 spółki publiczne prowadzące działalność we wszystkich sektorach gospodarczych w latach 2001–2009. Najwięcej analizowanych spółek należało do makrosektora handel i usługi (243 podmioty), gdzie dominowały przedsiębiorstwa z sektorów: budownictwo (52 spółki), informatyka (38 jednostek), handel hurtowy (37 spółek) oraz handel detaliczny (37 przedsiębiorstw). Drugim pod względem liczebności był makrosektor przemysł. Do próby badawczej włączono 190 przedsiębiorstw przemysłowych, wśród któ-

<sup>34</sup> D. B. Hausch, J. K. Steward, *Signaling with Dividends and Share Repurchase*, „Review of Financial Studies” 1993, Vol. 6, s. 121.

<sup>35</sup> K. John, J. Williams, *Dividends, Dilution and Taxes. A Signaling Equilibrium*, „Journal of Finance” 1985, Vol. 40, 1985, s. 1053.

<sup>36</sup> A. Dittmar, *op. cit.*, s. 331.

<sup>37</sup> G. Grullon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, Vol. 57, No. 4, August 2002, s. 1649.

<sup>38</sup> H. DeAngelo, L. DeAngelo i D. Skinner, *Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling*, „Journal of Finance Economics”, September 2000, Vol. 57, s. 309.



rych najwięcej podmiotów prowadziło działalność w sektorze elektromaszynowym (41 spółek), spożywczym (35 jednostek) oraz metalowym (26 przedsiębiorstw). Najmniej liczny był makrosektor finanse, gdzie odnotowano łącznie 41 podmiotów. Wśród nich zdecydowanie dominowały przedsiębiorstwa z sektora finanse–inne (23 spółki) (zob. tab. 1).

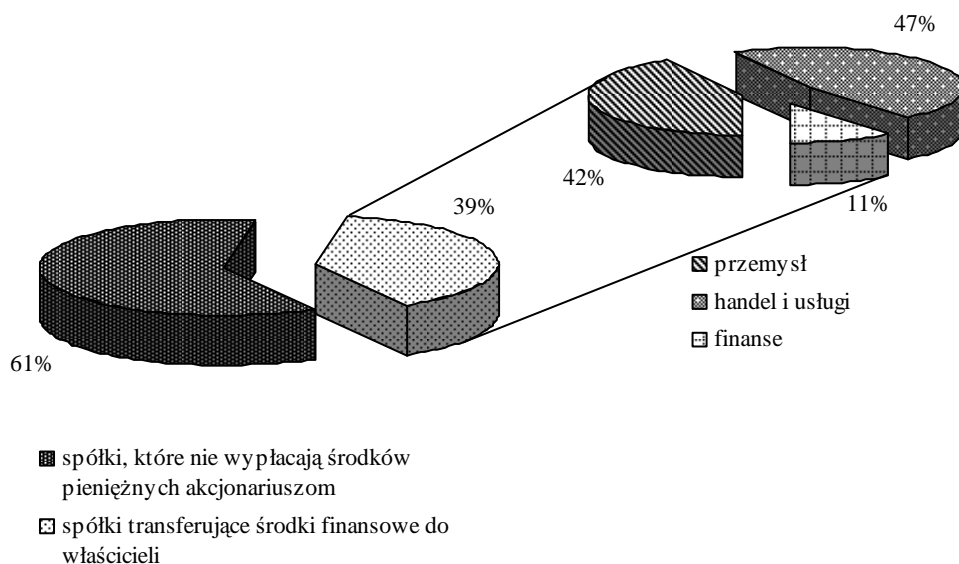
Tabela 1

Liczba spółek publicznych poddanych analizie w latach 2001–2009  
w ujęciu sektorowym

Przemysł	Liczba	%	Handel i usługi	Liczba	%
Elektromaszynowy	41	8,7	Budownictwo	52	11,0
Spożywczy	35	7,4	Informatyka	38	8,0
Metalowy	26	5,5	Handel hurtowy	37	7,8
Materiałów budowlanych	17	3,5	Handel detaliczny	32	6,8
Lekki	15	3,1	Deweloperzy	27	5,7
Drzewny	11	2,3	Usługi inne	22	4,6
Chemiczny	11	2,3	Media	19	4,0
Farmaceutyczny	8	1,7	Telekomunikacja	8	1,7
Energetyczny	7	1,5	Hotele i restauracje	7	1,5
Tworzyw sztucznych	6	1,3	Usługi komunalne	1	0,2
Paliwowy	6	1,3			
Motoryzacyjny	5	1,1			
Inny	2	0,4			
Razem przemysł	190	40,1	Razem handel i usługi	243	51,3
Finanse	Liczba	%			
Finanse inne	23	4,8			
Banki	9	1,9	Spółki razem	474	100
NFI	6	1,2			
Ubezpieczenia	3	0,6			
Razem finanse	41	8,6			

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *Notoria Serwis SA*.

Wśród spółek włączonych do grupy badawczej przeważają te, które w analizowanym okresie ani razu nie wypłaciły dywidendy pieniężnej, ani nie nabyły akcji własnych. Spółki publiczne, które nie dokonały wypłat na rzecz akcjonariuszy w żadnej z tych dwóch form realizacji polityki dywidendy stanowiły 61% całej grupy badawczej. Wśród przedsiębiorstw zwracających środki finansowe właścicielom dominowały spółki z makrosektora handel i usługi (47% spółek dokonujących wypłat), na drugim miejscu znalazły się spółki przemysłowe (42%) a najmniej – bo jedynie 22 spółki – transferowały środki pieniężne do właścicieli w sektorze finansowym (zob. rys. 1).

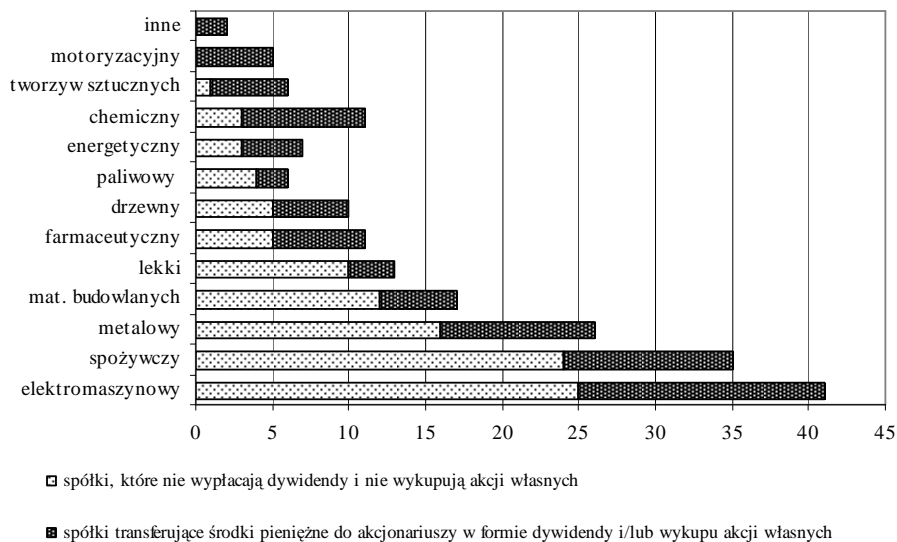


Rys. 1. Spółki publiczne dokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy w formie wykupów akcji własnych i/lub dywidendy pieniężnej w latach 2001–2009 [%]

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *Notoria Serwis SA*.

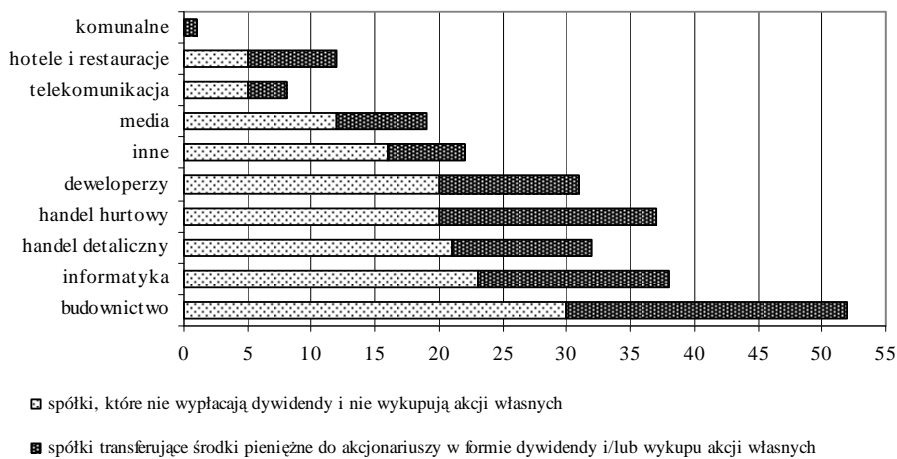
Koncentrując się na problematyce realizacji polityki dywidendy spółek publicznych w ujęciu sektorowym wskazać należy, iż w makrosektorze przemysł – podobnie jak w całej grupie badawczej – dominowały przedsiębiorstwa niewypłacające dywidendy i nienabywające akcji własnych (łącznie 108 spółek). Wśród przedsiębiorstw przemysłowych zwracających właścicielom wypracowane środki, najwięcej wypłat miało miejsce w sektorze elektromaszynowym (25 spółek), spożywczym (24 podmioty) oraz metalowym (16 jednostek). Z kolei najmniej spółek zdecydowało się zwrócić właścicielom środki pieniężne w sektorach: przemysł lekki (3 spółki), paliwowy (3 jednostki) oraz przemysł–inne (3 przedsiębiorstwa) (zob. rys. 2).

W przypadku przedsiębiorstw z makrosektora handel i usługi również przeważały spółki, które nie transferowały środków pieniężnych do właścicieli. Były to łącznie 154 podmioty. Pod względem liczby wypłat dominowały w tym sektorze przedsiębiorstwa z branży: budownictwo (30 spółek dokonało łącznie 19,7% wszystkich nabyć), informatyka (23 podmioty), handel detaliczny (21 spółek) oraz deweloperzy i handel hurtowy (po 20 jednostek). Natomiast jedynie jeden zwrot środków pieniężnych zaobserwowano w sektorze usługi komunalne (zob. rys. 3).



Rys. 2. Liczba spółek publicznych dokonujących i niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy w latach 2001–2009 – makrosektor przemysł

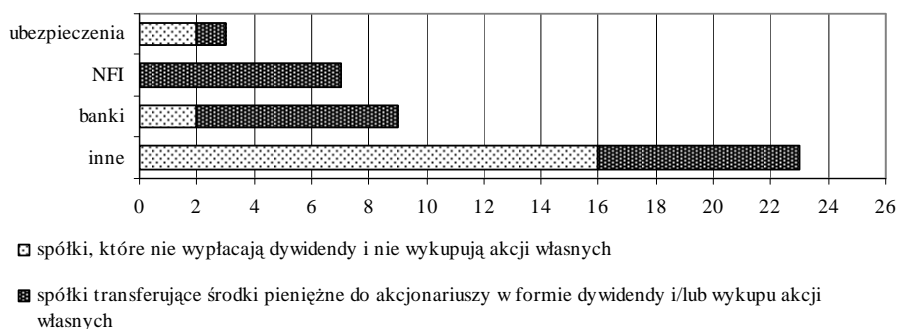
Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 3. Liczba spółek publicznych dokonujących i niedokonujących wypłat na rzecz akcjonariuszy w latach 2001–2009 – makrosektor handel i usługi

Źródło: jak do rys. 1.

Z kolei wśród przedsiębiorstw należących do makrosektora finanse zaobserwowano sytuację odwrotną do tej, która miała miejsce w całej grupie badawczej. Przeważały tu spółki, które realizowały politykę wypłat na rzecz właścicieli. Wśród 22 przedsiębiorstw zwracających wypracowane środki akcjonariuszom dominowały NFI (31,8% spółek dokonujących wypłat), banki (31,8%) oraz finanse–inne (31,8%) (zob. rys. 4).



Rys. 4. Spółki publiczne dokonujące i niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy w latach 2001–2009 – makrosektor finanse [%]

Źródło: jak do rys. 1.

Do dalszej analizy włączono jedynie te spółki, które w latach 2001–2009 przekazały właścicielom środki pieniężne w postaci dywidendy pieniężnej i/lub odkupienia akcji własnych. Wśród spółek przemysłowych przeważały te, które w całym okresie badawczym wypłaciły jedynie dywidendę pieniężną (46,3%). Na kolejnym miejscu znalazły się spółki, które tylko nabywały własne walory (28%). Warto zauważyć, iż najmniej spółek zdecydowało się stosować obie formy realizacji polityki dywidendy (jedynie 25,7%), co świadczyć może o tym, iż większość spółek publicznych notowanych na warszawskim parkiecie nie traktuje tych dwóch instrumentów jako substytutów (w przypadku, gdy wykup i dywidenda są wypłacane zamiennie w kolejnych latach) lub jako komplementarnych wobec siebie sposobów zwrotu środków pieniężnych właścicielom (w przypadku, gdy wypłaty były realizowane w tym samym roku w dwóch formach realizacji polityki dywidendy). Wśród przedsiębiorstw, które zwróciły środki finansowe akcjonariuszom jedynie w formie wykupu akcji własnych, dominowały spółki z sektora elektromaszynowego (4,9%). Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku spółek wypłacających jedynie dywidendę pieniężną. Tu również dominowały przedsiębiorstwa należące do sektora elektromaszynowego (9,8%). Z kolei wśród spółek przeprowadzających zarówno nabycie akcji

własnych, jak i wypłacających dywidendę przeważały te, które prowadzą działalność w sektorze spożywczym (6,3%) (zob. tab. 2).

Tabela 2

Liczba spółek przekazujących właścicielom środki finansowe w postaci dywidendy pieniężnej i/lub wykupu akcji własnych w latach 2001–2009 – makrosektor przemysł

Przemysł	Wykup	%	Dywidenda	%	Wykup i dywidenda	%	Razem spółki	%
Elektromaszynowy	4	4,9	8	9,8	4	4,9	16	19,5
Spożywczy	2	2,4	4	4,9	5	6,3	11	13,4
Metalowy	3	3,7	4	4,9	3	3,7	10	12,2
Chemiczny	1	1,2	7	8,5	0	0,0	8	9,8
Drzewny	1	1,2	4	4,9	1	1,2	6	7,3
Motoryzacyjny	2	2,4	1	1,2	2	2,4	5	6,1
Mat. budowlanych	2	2,4	1	1,2	2	2,4	5	6,1
Tw. sztucznych	2	2,4	1	1,2	2	2,4	5	6,1
Lekki	3	3,7	1	1,2	1	1,2	5	6,1
Energetyczny	1	1,2	3	3,7	0	0,0	4	4,9
Farmaceutyczny	1	1,2	2	2,4	0	0,0	3	3,7
Paliwowy	0	0,0	2	2,4	0	0,0	2	2,4
Inne	1	1,2	0	0,0	1	1,2	2	2,4
Razem przemysł	23	28,0	38	46,3	21	25,7	82	100,0

Źródło: jak do tab. 1.

Tabela 3

Liczba spółek przekazujących właścicielom środki finansowe w postaci dywidendy pieniężnej i/lub wykupu akcji własnych w latach 2001–2009 – makrosektor handel i usługi

Sektor	Wykup	%	Dywidenda	%	Wykup i dywidenda	%	Razem spółki	%
Budownictwo	7	7,7	10	10,9	5	5,5	22	24,1
Handel hurtowy	3	3,3	7	7,7	7	7,7	17	18,7
Informatyka	3	3,3	7	7,7	5	5,5	15	16,5
Handel detaliczny	6	6,6	3	3,3	2	2,2	11	12,1
Deweloperzy	4	4,4	3	3,3	0	0,0	7	7,7
Media	5	5,5	1	1,1	1	1,1	7	7,7
Usługi inne	2	2,2	2	2,2	2	2,2	6	6,6
Telekomunikacja	2	2,2	1	1,1	0	0,0	3	3,3
Hotele i restauracje	0	0,0	2	2,2	0	0,0	2	2,2
Usługi komunalne	1	1,1	0	0,0	0	0,0	1	1,1
Razem handel i usługi	33	36,3	36	39,5	22	24,2	91	100,0

Źródło: jak do tab. 1.

Podobna sytuacja miała także miejsce w handlu i usługach, gdzie najczęściej spółek zdecydowało się wypłacić akcjonariuszom środki pieniężne jedynie w postaci dywidendy (39,5%). Wśród nich dominowały przedsiębiorstwa z budownictwa (10,9%), informatyki (7,7%) oraz handlu hurtowego (7,7%). Natomiast żadna spółka z sektora usługi komunalne nie zdecydowała się na wypłatę dywidendy pieniężnej w latach 2001–2009 (zob. tab. 3).

Wykupy akcji własnych miały miejsce w 36,3% spółek należących do makrosektora handel i usługi. Pod względem liczby przeprowadzonych odkupień w analizowanej grupie dominowało budownictwo (7,7%), handel detaliczny (6,6%) oraz media (5,5%). Żadne nabycie akcji własnych nie miało natomiast miejsca w przypadku sektora hotele i restauracje.

Spółek z sektora handel i usługi, które zdecydowały się wypłacić akcjonariuszom środki pieniężne w postaci odkupienia własnych walorów i dywidendy pieniężnej, było – podobnie jak w przypadku spółek przemysłowych – zdecydowanie mniej. Liczba ta wyniosła jedynie 24,2% poddanych analizie przedsiębiorstw prowadzących działalność w tym sektorze.

Badania przeprowadzone wśród przedsiębiorstw z sektora finansowego dostarczyły podobnych wniosków dotyczących realizacji polityki wypłat na rzecz właścicieli. Liczba spółek stosujących wypłaty środków finansowych do akcjonariuszy w obu formach, tj. nabycia i dywidendy, była znacznie niższa (jedynie 13,6%) niż ilość przedsiębiorstw stosujących wyłącznie odkupienie akcji (45,4%) oraz wypłacających dywidendę (40,8%) (zob. tab. 4).

Tabela 4

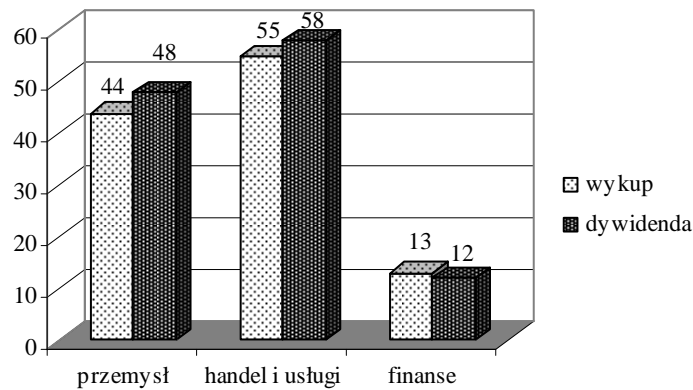
Liczba spółek przekazujących właścicielom środki finansowe w postaci dywidendy pieniężnej i/lub wykupu akcji własnych w latach 2001–2009 – makrosektor finanse

Sektor	Wykup	%	Dywidenda	%	Wykup i dywidenda	%	Razem spółki	%
Banki	0	0,0	7	31,8	0	0,0	7	31,8
NFI	5	22,7	0	0,0	2	9,1	7	31,8
Finanse inne	5	22,7	1	4,5	1	4,5	7	31,8
Ubezpieczenia	0	0,0	1	4,5	0	0,0	1	4,5
Razem finanse	10	45,4	9	40,8	3	13,6	22	100,0

Źródło: jak do tab. 1.

Poddając badaniu łączną liczbę spółek wykupujących akcje własne i wypłacających dywidendę pieniężną w latach 2001–2009 należy zauważyć, iż jest ona podobna wewnątrz każdego z trzech makrosektorów gospodarczych. W przypadku sektora przemysłu oraz handlu i usług nadal dominują spółki wypłacające dywidendę (było to odpowiednio 48 i 58 przedsiębiorstw), natomiast w przy-

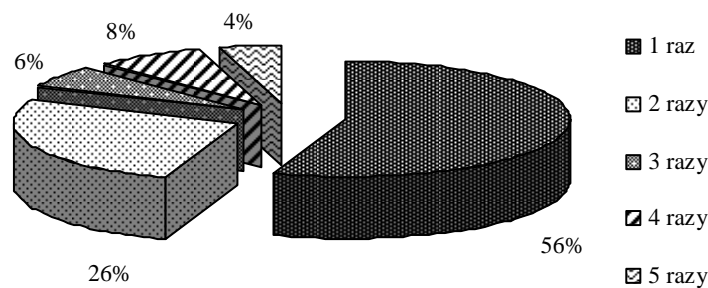
padku spółek finansowych odnotowuje się większą liczbę nabyć akcji własnych (13 przypadków) (zob. rys. 5).



Rys. 5. Liczba spółek wykupujących akcje własne i wypłacających dywidendę pieniężną w latach 2001–2009 – ujęcie makrosektorowe

Źródło: jak do rys. 1.

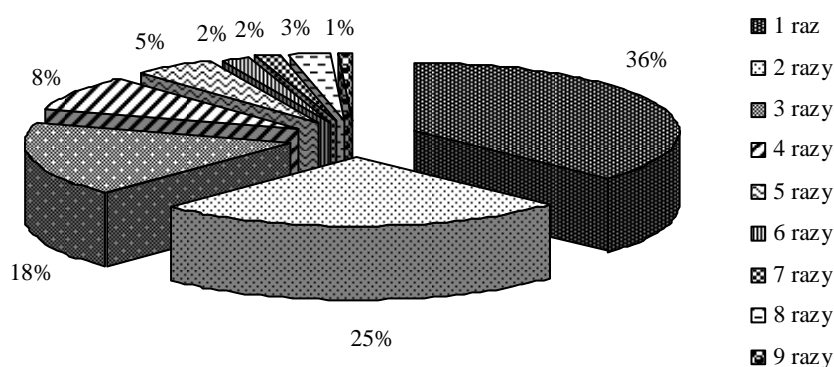
Warto także zwrócić uwagę na fakt, iż wśród analizowanych spółek częstotliwość dokonywania wykupu akcji własnych jest niska. Dominują tu przedsiębiorstwa, w których nabycie miało charakter jednorazowy (56%) lub dwukrotny (26%). Pięciokrotnie nabyły akcje własne jedynie pojedyncze spółki (m. in. Jutrzenka SA, Żywiec SA oraz Prochem SA), co stanowiło 4% wszystkich przedsiębiorstw. Nadmienić należy, iż w wybranym okresie badawczym była to największa liczba przeprowadzenia wykupu akcji własnych, jednakże niektóre spółki wykupywały własne walory również przed rokiem 2001 (zob. rys. 6).



Rys. 6. Częstotliwość dokonywania wykupów akcji własnych w spółkach publicznych w latach 2001–2009 [%]

Źródło: jak do rys. 1.

Podobną sytuację zaobserwowano również w przypadku wypłat dywidendy pieniężnej, gdzie przeważały spółki, które w analizowanym okresie badawczym wypłaciły dywidendę jedynie raz (36%), dwukrotnie (25%) oraz trzykrotnie (18%). Wskazać jednakże trzeba, iż część z tych przedsiębiorstw wypłacała dywidendę również przed pierwszym rokiem okresu badawczego. Należy zaznaczyć, iż 3% spółek wypłaciło dywidendę ośmiokrotnie (m. in. Talex SA czy Permedia SA) a jedna spółka zwracała w formie dywidendy wypracowane środki właścicielom w każdym roku analizy. Była to Dębica SA (zob. rys. 7).



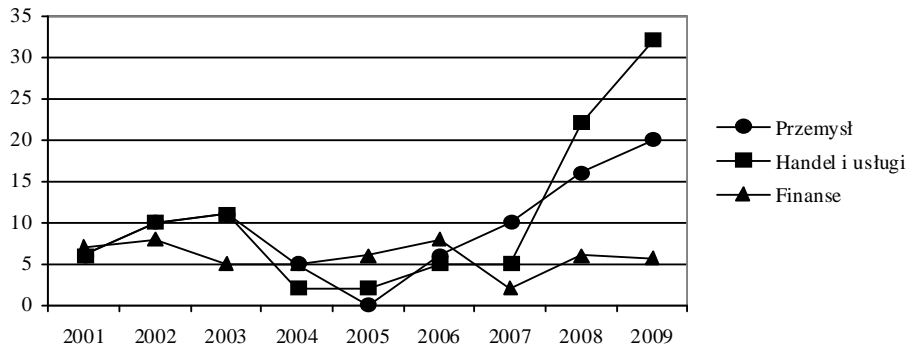
Rys. 7. Częstotliwość wypłat dywidendy pieniężnej w spółkach publicznych w latach 2001–2009 [%]

Źródło: jak do rys. 1.

Warto także zwrócić uwagę na liczę spółek nabywających akcje własne w kolejnych latach. W makrosektorze przemysł 44 spółki przeprowadziły w analizowanym okresie łącznie 84 odkupienia. Ich liczba rosła do roku 2003, osiągając liczbę 11 wykupów. Wzrostu popularności tego instrumentu w pierwszych latach analizowanego okresu upatrywać należy m. in. w rozszerzeniu przez k.s.h. wyjątków od generalnego zakazu wykupu. Po tym okresie liczba wykupów zaczęła maleć, co związane być może również z polepszeniem koniunktury gospodarczej. W 2005 r. żadna spółka przemysłowa nie podjęła decyzji o przeprowadzeniu odkupienia. Od 2006 r. zaobserwowano sukcesywny wzrost liczby wykupów w sektorze przemysłu. Natomiast w 2009 r. nabycia dokonało w nim już 20 spółek, co związane być mogło z sytuacją na rynku kapitałowym i wykorzystaniem tego instrumentu w celach sygnalizacyjnych (zob. rys. 8).

Analogiczna sytuacja zaobserwowana została także w sektorze handel i usługi, gdzie 55 spółek przeprowadziło łącznie 95 wykupów akcji własnych. Zaznaczyć należy, iż liczba odkupień zaczęła znacząco wzrastać od 2006 r., a w ostatnim roku analizy wykupy przeprowadziły aż 32 przedsiębiorstwa.



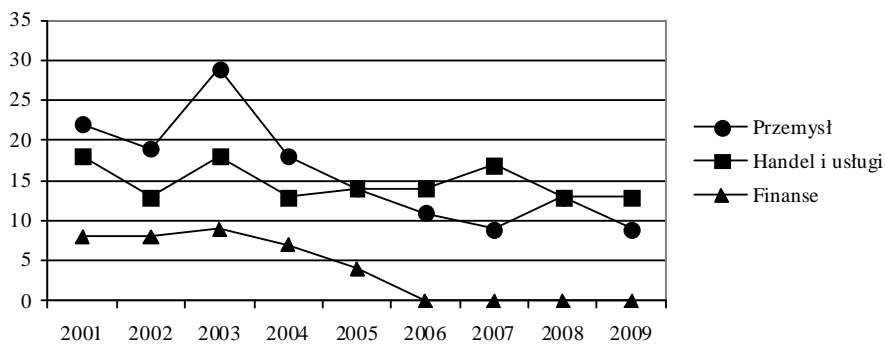


Rys. 8. Liczba wykupów akcji własnych przeprowadzonych przez spółki publiczne w latach 2001–2009

Źródło: jak do rys. 1.

Z kolei w makrosektorze finanse liczba odkupień wyraźnie fluktuowała w całym dziewięcioletnim okresie badawczym, jednakże w 2008 i 2009 r. ustabilizowała się na poziomie 6 wykupów rocznie.

W przypadku spółek publicznych wypłacających dywidendę pieniężną zaobserwowano zależność odwrotną względem liczby podmiotów odkupujących własne walory. Liczba przedsiębiorstw zwracających wypracowane zyski w formie dywidendy wyraźnie zmalała w drugiej połowie okresu badawczego. Najwięcej spółek przekazało właścicielom środki finansowe w postaci dywidendy w 2003 r. Było to łącznie 56 przedsiębiorstw (29 przemysłowych, 18 z sektora handel i usługi oraz 9 z sektora finanse) (zob. rys. 9).



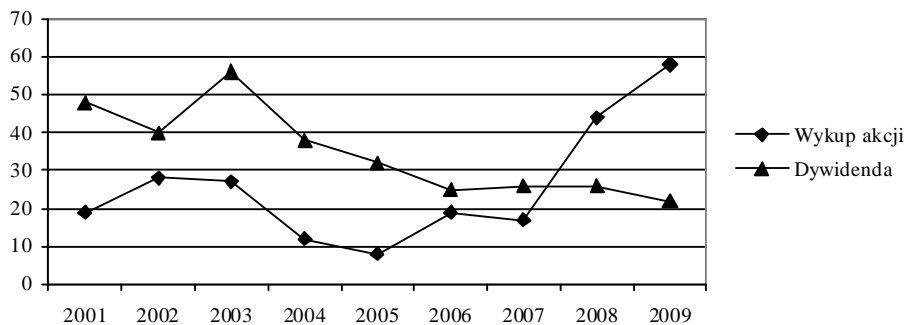
Rys. 9. Liczba spółek publicznych wypłacających dywidendę pieniężną w latach 2001–2009

Źródło: jak do rys. 1.

W 2009 r. liczba spółek wypłacających dywidendę spadła o 60% w stosunku do roku 2003 i objęła jedynie 22 przedsiębiorstwa (9 przemysłowych oraz 13 handlowo-usługowych) (zob. rys. 9).

#### 4. BADANIE SUBSTYTUCJI WYPŁAT DYWIDENDY PIENIĘŻNEJ WYKUPAMI AKCJI WŁASNYCH WŚRÓD SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

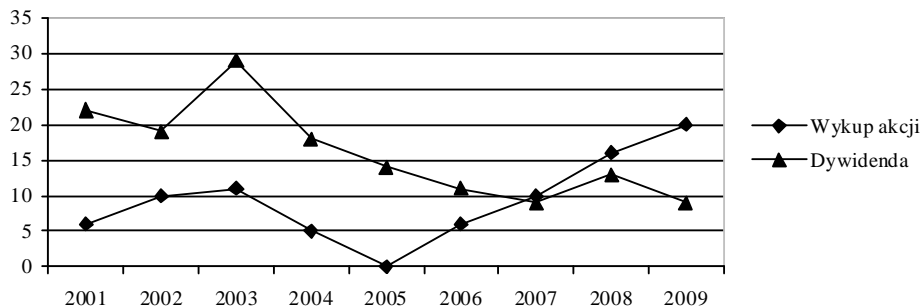
Badania nad substytucją dywidendy pieniężnej wykupami akcji własnych przeprowadzone w ujęciu ilościowym wskazują, iż liczba spółek wypłacających dywidendę pieniężną sukcesywnie maleje od 2004 r. W przypadku wykupów akcji własnych nastąpił natomiast znaczący wzrost liczby przedsiębiorstw zwracających właścicielom środki pieniężne właśnie w tej formie. Zauważyć należy, iż liczba spółek, które wypłaciły dywidendę pieniężną, dominuje nad tymi, które odkupują akcje własne od 2007 r. Po tym okresie obserwuje się większą liczbę wykupów niż wypłat dywidendowych, co związane może być z gorszą sytuacją na rynku kapitałowym (zob. rys. 10).



Rys. 10. Wypłata dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w latach 2001–2009 – globalne ujęcie ilościowe

Źródło: jak do rys. 1.

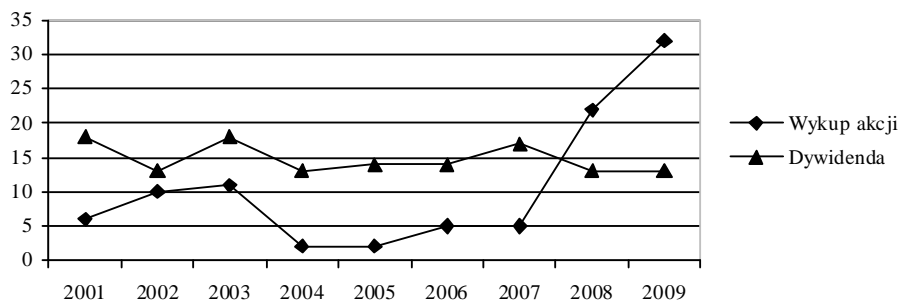
Kiedy spojrzymy na problem substytucyjności tych dwóch form zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy w ujęciu sektorowym zauważymy, iż zmiany, które zaszły w prowadzeniu polityki wypłat dywidendowych w sektorze przemysłowym, były podobne do tych, które zaobserwowano dla wszystkich przedsiębiorstw próby badawczej. Od 2005 r. liczba spółek odkupujących własne walory sukcesywnie wzrastała przewyższając w 2007 r. – nie tylko po raz pierwszy w całym analizowanym okresie, ale i po raz pierwszy w historii GPW w Warszawie – liczbę podmiotów wypłacających dywidendę pieniężną (zob. rys. 11).



Rys. 11. Wypłata dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w latach 2001–2009 – ujęcie ilościowe dla przemysłu

Źródło: jak do rys. 1.

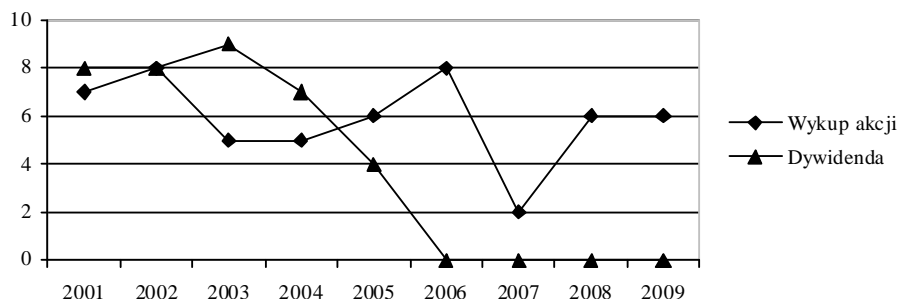
Podobną sytuację zaobserwowano również w makrosektorze handel i usługi, w którym liczba spółek dokonujących wypłat dywidendowych spadła w roku 2008 i 2009 poniżej liczby przedsiębiorstw odkupujących akcje własne. Należy zauważyć, iż w ostatnim roku analizy liczba spółek przeprowadzających skup własnych walorów znacząco wzrosła, osiągając w 2009 r. trzykrotny poziom liczby przedsiębiorstw z roku 2007 (zob. rys. 12).



Rys. 12. Wypłata dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w latach 2001–2009 – ujęcie ilościowe dla handlu i usług

Źródło: jak do rys. 1.

Dodać także należy, iż w makrosektorze finansowym miały miejsce podobne tendencje w kształtowaniu się liczby spółek dokonujących wypłat na rzecz właścicieli. W analizowanej grupie przedsiębiorstw liczba odkupień akcji własnych przewyższyła liczbę wypłaconych dywidend już w 2005 r. i do końca badanego okresu utrzymywała się na zdecydowanie wyższym od niej poziomie (zob. rys. 13).



Rys. 13. Wypłata dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w latach 2001–2009  
– ujęcie ilościowe dla finansów

Źródło: jak do rys. 1.

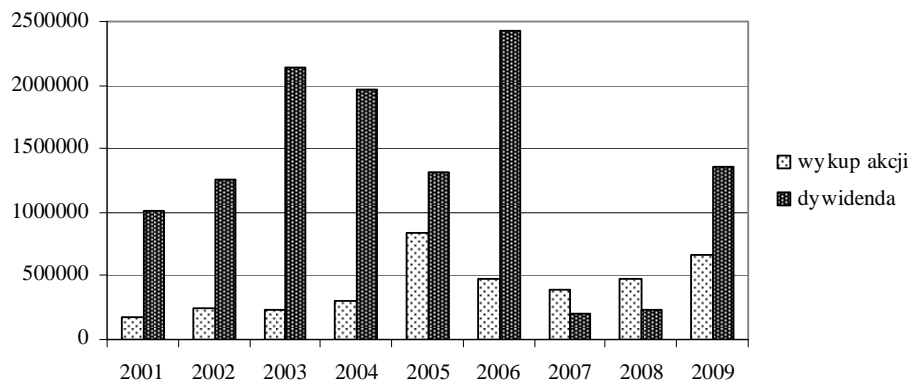
Badania nad problemem zastępowania dywidendy pieniężnej wykupem akcji własnych w ujęciu wartościowym pozwalają zauważyć, iż w większości lat badanego okresu relatywnie więcej środków pieniężnych było wypłacanych akcjonariuszom w postaci dywidendy. Jedynie w roku 2007 i 2008 spółki przekazały właścicielom dużo niższe wartości środków finansowych w formie wypłat dywidendowych niż miało to miejsce w pozostałych okresach analizy. Ponadto, w tych dwóch latach wartość środków pieniężnych transferowanych do właścicieli w postaci nabycia własnych walorów przewyższyła dwukrotnie kwotę pieniędzy, którą akcjonariusze otrzymali w postaci dywidendy.

W roku 2009 nastąpił dalszy wzrost wartości wypłat na rzecz akcjonariuszy, jednakże więcej środków finansowych zostało do nich transferowane już w postaci dywidendy. Należy jednakże dodać, iż w ostatnim roku analizy zaobserwowano wyjątkowo wysoką wypłatę dywidendy dokonaną przez jedną ze spółek (PGE SA). Podobna sytuacja miała także miejsce w 2005 i 2006 r., kiedy to spółka KGHM SA wypłaciła relatywnie wysoką dywidendę. W przypadku gdyby te nietypowe obserwacje nie miały miejsca, od 2006 r. pod względem wartościowym dominowałyby wykupy własnych walorów<sup>39</sup> (zob. rys. 14).

Rozpatrując substytucyjność tych dwóch form realizacji polityki dywidendowej w ujęciu wartościowym należy także skoncentrować się na kształtowaniu się wypłat na rzecz właścicieli w poszczególnych makrosektorach gospodarczych. W przypadku spółek przemysłowych w ostatnich latach analizy zaobserwowano wzrostową tendencję wartości środków pieniężnych wypłacanych ak-

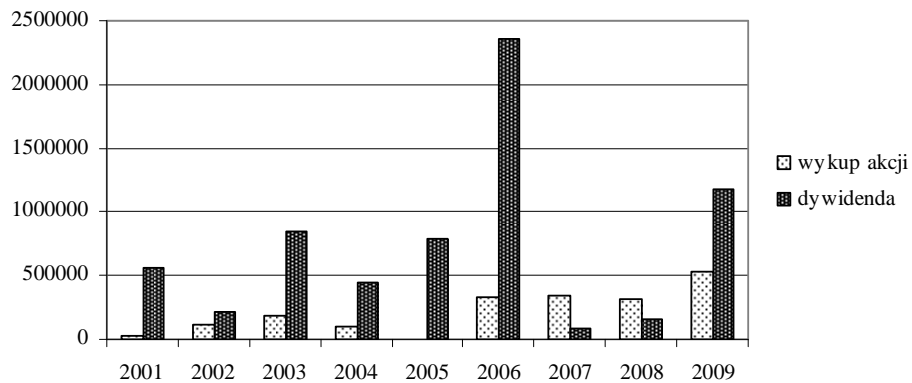
<sup>39</sup> Wsnute z przeprowadzonej analizy wnioski skłaniają do dokonania dalszych, pogłębi-  
nionych badań nad substytucyjnością nabycia akcji własnych i wypłat dywidendy pieniężnej w ujęciu  
wartościowym przy odniesieniu wartości środków zwróconych akcjonariuszom do np. wartości  
kapitału własnego czy wartości majątku spółki. Zaprezentowana w niniejszym opracowaniu anali-  
za pozwala jedynie na zaobserwowanie pewnych tendencji kształtowania się wypłat w kolejnych  
latach i powinna zostać rozszerzona o dalsze badania.

cjonariuszom w formie nabycia własnych walorów. Ponadto, podobnie jak w przypadku badania przeprowadzonego dla całego rynku, zauważono znaczny spadek wartości wypłat dywidendy w latach 2007 i 2008, w których – najprawdopodobniej w związku z kryzysem finansowym – przedsiębiorstwa decydowały się na zastąpienie wypłat dywidendy transferem środków pieniężnych w postaci nabycia własnych walorów (zob. rys. 15).



Rys. 14. Wypłat dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w latach 2001–2009 – globalne ujęcie wartościowe [tys. zł]

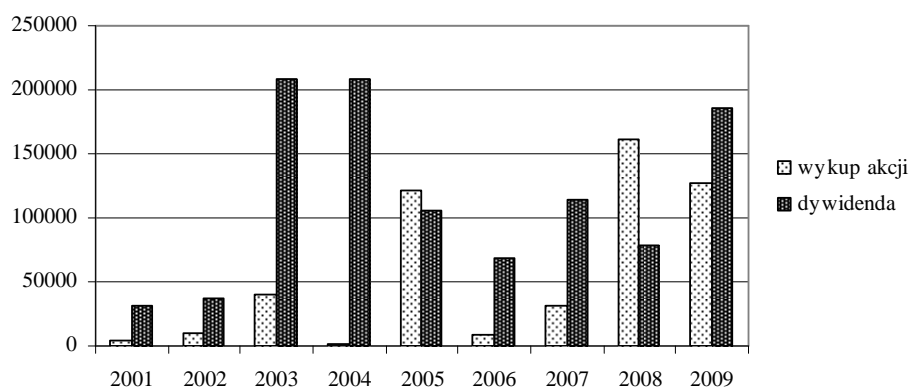
Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 15. Wypłata dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w latach 2001–2009 – ujęcie wartościowe dla przemysłu [tys. zł]

Źródło: jak do rys. 1.

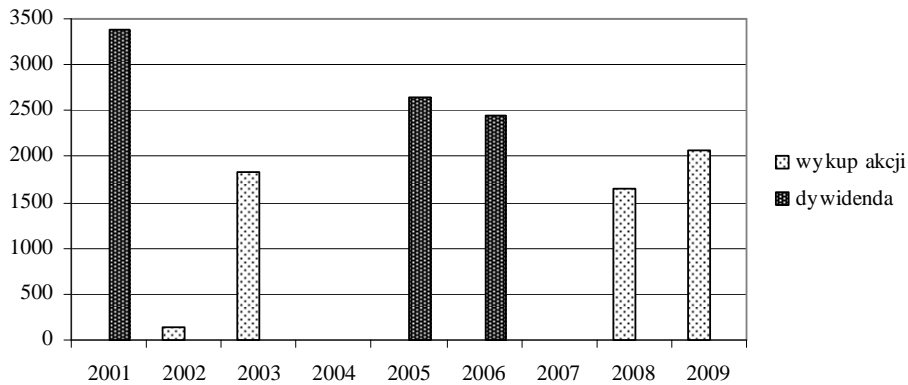
Natomiast w przypadku spółek z sektora handel i usługi najczęściej środków finansowych zostało przekazanych właścicielom w postaci wykupu akcji własnych w 2008 r. Wartość odkupienia akcji własnych przewyższyła w tym roku dwukrotnie wartość wypłat dywidendy pieniężnej, co świadczyć może o substytucji dywidendy wykupem w przypadku gorszej koniunktury gospodarczej. W pozostałych latach okresu badawczego nadal dominowały wypłaty dywidendy pieniężnej (zob. rys. 16).



Rys. 16. Wypłata dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych w latach 2001–2009 – ujęcie wartościowe dla handlu i usług [tys. zł]

Źródło: jak do rys. 1.

Prowadząc rozważania nad substytucyjnością wypłat dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych należy skupić się nie tylko na ilościowym i wartościowym badaniu tego zagadnienia w ujęciu globalnym i sektorowym, ale również skoncentrować się na analizie wzajemnego zastępowania się tych dwóch form wypłat na rzecz właścicieli na poziomie przedsiębiorstwa. Należy postawić pytanie: czy w przypadku, gdy spółka wykupuje własne walory i wypłaca dywidendę pieniężną w tych samych latach, to oznacza to, że te dwa instrumenty traktuje jako komplementarne? Zaznaczyć warto, iż taki sposób prowadzenia polityki dywidendowej miał miejsce m. in. w przedsiębiorstwie Jutrzenka SA czy Lentex SA. Nasuwa się również wątpliwość, czy w przypadku, kiedy spółka nabywa w jednych latach akcje własne, a w kolejnych wypłaca dywidendę, to czy oznacza to, iż traktuje ona te dwa instrumenty jako substytucyjne względem siebie formy wypłat? Taka sytuacja miała miejsce m. in. w spółce Aparator SA, Elzab SA, Ropczyce SA, Stomil SA czy TIM SA (zob. rys. 17).



Rys. 17. Wyplata dywidendy pieniężnej i wykupy akcji własnych w spółce TIM SA w latach 2001–2009 [tys. zł]

Źródło: jak do rys. 1.

Wydaje się, iż jednoznacznych odpowiedzi na postawione powyżej pytania dotyczące komplementarności i substytucyjności nabycia akcji własnych i wypłat dywidendy pieniężnej udzielić mogą jedynie menedżerowie spółek giełdowych. Rezultaty badań nad substytucyjnością form realizacji polityki dywidendowej z wykorzystaniem współczynnika rang Spearmana wskazują jednak na ich komplementarność. Współczynnik ten kształtuje się bowiem na poziomie  $R_{xy} = 0,47$ , co oznacza zależność dodatnią, jednokierunkową o średniej sile.

## 5. ZAKOŃCZENIE

Wstępne badania empiryczne nad substytucyjnością wykupu akcji własnych i wypłat dywidendy pieniężnej w spółkach akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2009 wykazały, iż w ostatnich latach okresu badawczego liczba spółek zwracających środki pieniężne akcjonariuszom w formie odkupienia własnych walorów sukcesywnie rośnie. Ponadto, zaobserwowano również, iż w 2008 r. – po raz pierwszy w historii warszawskiego parkietu – liczba przedsiębiorstw dokonujących nabycia przewyższyła dwukrotnie liczbę spółek, które wypłaciły dywidendę.

W kolejnych latach analizy spółki publiczne transferowały do właścicieli coraz wyższe, względem wypłat pieniężnej dywidendy, kwoty środków finansowych w postaci odkupienia akcji własnych.

Nadmienić należy, iż zaprezentowane w opracowaniu wyniki badań empirycznych przedstawiają jedynie pewne tendencje w kształtowaniu się polityki

wypłat na rzecz akcjonariuszy. Badania nad substytucyjnością tych dwóch form realizacji polityki dywidendowej powinny zostać pogłębione, a artykuł ten jest jedynie przyczynkiem do prowadzenia dalszej analizy.

*Aleksandra Pieloch*

**REFLECTIONS ON SUBSTITUTION OF DIVIDEND PAYMENT AND SHARES  
REPURCHASES ON THE EXAMPLE OF POLISH PUBLIC COMPANIES**

The main goal of this article is to present preliminary results of empirical research on the substitutability of cash return to shareholders in companies listed on the Stock Exchange in the form of cash dividend and share buyback.

For the realization of the objective it has been adopted to develop the research hypothesis stating that the shares repurchases done on the Warsaw Stock Exchange are – according to the cash dividend – more and more frequently used form of returning cash to shareholders.

The paper is divided into two parts. In theoretical one, there are shown some views on substitution hypothesis and exhibited the results of surveys made by other researchers. The second part is practical research conducted among polish public companies.

**Key words:** share repurchase, dividend, substitution, money transfer to shareholders, buy-back.