

## Rentowność i płynność a dywidendy i wykupy akcji

### Wstęp

Celem artykułu jest zaprezentowanie wyników badań w zakresie analizy zależności między poziomem rentowności i płynności (wybranymi cechami sytuacji finansowej) a decyzjami w zakresie wykupu akcji własnych i wypłat dywidend. Dla realizacji niniejszego celu poddano empirycznej weryfikacji hipotezę badawczą stanowiącą, że dla wypłat dywidend większe znaczenie ma rentowność, podczas gdy dla decyzji o wykupie akcji – płynność finansowa.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy przeprowadzono analizę o charakterze zarówno teoretycznym, jak i empirycznym, którą przeprowadzono na podstawie literatury dotyczącej dywidend oraz wykupów akcji, natomiast analiza empiryczna została przeprowadzona na przykładzie wybranych spółek notowanych na GPW w okresie 2004-2011. Wybrany okres badawczy wynika z przeprowadzonej w 2004 r. nowelizacji kodeksu spółek handlowych, w ramach której wprowadzono ułatwienia w zakresie przeprowadzania wykupów akcji własnych. Sposobem empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy była analiza informacji zawartych w raportach bieżących oraz danych finansowych zaczerpniętych z bazy Notoria Serwis dla badanej grupy spółek.

### 1. Istota dywidendy i uwarunkowania jej wypłaty

Pojęcie dywidendy obejmuje wypłatę gotówkową przysługującą akcjonariuszom. Dywidenda dla akcjonariusza jest elementem jego dochodu związanego z zainwestowanym kapitałem w akcje danej spółki. Stanowi wynagrodzenie dla inwestora za to, że kupił wyemitowane przez spółkę akcje i ponosi ryzyko prowadzonej przez podmiot działalności gospodarczej [Sierpińska, 1999, s. 56]. Na dojrzałym rynku inwestorzy

---

\* Dr, Zakład Finansów Podmiotów Gospodarczych, Instytut Ekonomii i Finansów, Wydział Ekonomiczny, UMCS Lublin, elzbieta.bukalska@umcs.lublin.pl, Pl. M. Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin

oczekują od spółki pokrycia dywidendą znacznej części spodziewanego przez nich dochodu z posiadania akcji.

Dla spółki dywidenda jest swego rodzaju kosztem korzystania z kapitału udostępnionego przez akcjonariuszy związanym ze zmniejszeniem własnych wewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa oraz kosztami przeprowadzenia operacji wypłaty dywidendy. Dywidenda jest traktowana jako płatność dokonywana przez spółkę na rzecz akcjonariuszy w związku z realizacją prawa majątkowego właścicieli [Duraj, 2002, s. 14; Duraj, 2008, s. 102; Horbaczewska, 2012, s. 53]<sup>1</sup>.

Podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku z roku poprzedniego oraz z lat poprzednich. Kwoty te nie mogą przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych [KSH, art. 192, art. 348]. Dywidenda jest wypłacana na mocy uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Do innych istotnych czynników (oprócz zysku netto) determinujących wypłatę dywidendy można zaliczyć: sytuację w zakresie płynności spółki i dostęp do źródeł finansowania, potrzeby i możliwości inwestycyjne, preferencje akcjonariuszy co do bieżących i przyszłych dochodów z akcji, koszty transakcyjne, potrzebę utrzymania kontroli nad spółką [Sierpińska, 1999, s. 119].

Jednym z ważniejszych czynników jest płynność finansowa. Firma generująca zysk może mieć niską płynność, gdyż rosnącej sprzedaży towarzyszą znaczące przyrosty aktywów trwałych, zapasów, należności, a niezbędne środki na ich finansowanie mogą znacznie przekraczać wielkość generowanych wewnątrz firmy nadwyżek pieniężnych (amortyzacja, zatrzymane zyski i przyrost zobowiązań bieżących) [Brigham, Gapenski, 2000, tom 2, s. 84 nn.; Sierpińska 1999, s. 107]. Na sytuację w zakresie bieżącej płynności, oprócz tempa wzrostu sprzedaży, wpływa dostępność do zewnętrznych źródeł finansowania. Firmy, które mają łatwiejszy dostęp do zewnętrznych środków finansowych, mogą sobie pozwolić na wypłatę wyższych dywidend. Muszą się jednak liczyć z wyższymi kosztami kapitału (o koszty pozyskania nowego kapitału np. koszty emisji) oraz wyższym ryzykiem. Niektóre firmy emitują akcje lub pozyskują dług tylko po to, by pozyskać gotówkę na wypłatę dywidend [Sierpińska, 1999, s. 129].

---

<sup>1</sup> Definicję pojęcia „dywidendy” pojawiające się w literaturze przedmiotu podaje Kowerski [Kowerski, 2011, s. 16].

Biorąc pod uwagę fakt, że to właściciele podejmują decyzję o dywidendzie, a podstawowym czynnikiem determinującym jej wysokość jest poziom wyniku finansowego i sposób jego podziału, wydaje się, że to właśnie zysk netto i rentowność będą czynnikami determinującymi decyzje o wypłacie dywidendy.

## 2. Istota i przesłanki wykupu akcji własnych

W ostatnich latach w Stanach Zjednoczonych wyraźnie widoczne stało się zjawisko polegające na zmniejszeniu wolumenu wypłat dywidend oraz zmniejszeniu liczby podmiotów wypłacających dywidendy przy jednoczesnym zwiększeniu wolumenu oraz liczby podmiotów dokonujących wykupów akcji (*buy back*) [Fama, French, 2001; DeAngelo, i inni, 2004; Hrdlicka, 2006].

Szczególną uwagę wykupom akcji własnych poświęcili Fama i French, którzy w wyniku badań stwierdzili, że w okresie 1978-1999 odsetek firm płacących dywidendy gotówkowe zmniejszył się z 66,5% do 20,8%. Jednocześnie dostrzegli, że wartość wykupów w stosunku do wielkości zysków wzrosła z 4% do 31%. Liczba firm dokonujących wykupów akcji własnych zwiększyła się z 31% w 1972 r. do 80% w 2000 r. [Grullon, Michaely, 2002]. Początkowo wartość nabywanych akcji własnych stanowiła ok. 11% wartości wypłacanych dywidend, podczas gdy w drugiej połowie lat 80. XX wieku ok. 60%, a w 2000 r. osiągnęły poziom 113% i wartość 200 mld dolarów.

Pomimo kryzysu na amerykańskim rynku finansowym, w sytuacji zmniejszonej efektywności działania i trudno dostępnych zewnętrznych źródeł finansowania, spółki amerykańskie wprawdzie zmniejszyły zakres wykupów akcji własnych, ale ich nie zaprzestały — w 2007 r. wartość wykupów wyniosła prawie 170 mld dolarów, w 2008 r. zmniejszyła się do 80 mld dolarów, w 2009 r. do ok. 30 mld dolarów, by w roku 2010 wynieść 78 mld dolarów [Demos, 2011]. W 2012 r. amerykańskie firmy skupiły swoje akcje za 274 mld dolarów. Jest to kwota wyższa niż zgromadzona w toku emisji akcji w tym roku [Linebaugh, 2012, s. B8].

Również w Polsce coraz więcej firm podejmuje decyzje o wykupie akcji. O ile liczba firm, która rozpoczęła realizację wykupów akcji własnych w 2005 r. wyniosła 5, to w roku 2008 rozpoczęcie wykupu akcji własnych dotyczyło już 20 firm notowanych publicznie, by w roku 2011 osiągnąć liczbę 42 [www.GPWInfostrefa.pl].

Do podstawowych przesłanek wykupu akcji własnych można zaliczyć wewnętrzne (wyplata wolnej gotówki, zmiana struktury aktywów i pasywów, zmiana struktury właścicielskiej) oraz zewnętrzne (stabilizacja rynkowych cen akcji, poprawa wskaźników rynkowych) [Horbaczewska, 2012, s. 95 nn.].

Wykup akcji własnych zmniejsza zasób wolnej gotówki pozostającej do dyspozycji zarządu. Wykup akcji własnych w celu wypłaty gotówki na rzecz akcjonariuszy może być zatem narzędziem dyscyplinującym, wykorzystywanym w teorii agencji. Wypłata gotówki zmniejsza wówczas swobodę działania zarządu, nastawiając wysiłki na zwiększenie efektywności pozostałego kapitału zainwestowanego w spółkę.

Zmiana struktury pasywów wiąże się ze zmianą relacji między kapitałami własnymi i obcymi. Wykup akcji własnych zmniejsza wartość kapitałów własnych, zmniejszając także ich udział w kapitałach ogółem. Jednocześnie następuje zmiana struktury aktywów poprzez zmniejszenie wartości i udziału aktywów obrotowych.

Zmiana struktury właścicielskiej za pośrednictwem wykupu akcji własnych ma prowadzić do wyeliminowania pewnej (niezadowolonej) grupy akcjonariuszy i wzmocnienia siły pozostałych (lojalnych) właścicieli. Wykup akcji może być więc stosowany w sytuacji, gdy spółka jest zagrożona wrogim przejęciem (np. Emperia). Przy dużym rozproszeniu własności, po dokonaniu wykupu akcji własnych, nawet akcjonariusze mniejszościowi mogą zyskać liczący wpływ na treść podejmowanych uchwał.

Stabilizacja rynkowej ceny akcji wiąże się z oddziaływaniem wykupów akcji własnych na kursy akcji. Aspekt ten jest związany z teorią asymetrii informacyjnej oraz hipotezy sygnalizacji, zgodnie z którą zarząd jest lepiej poinformowany niż akcjonariusze zewnętrzni, i przez to zarząd swoimi decyzjami i działaniami wysyła sygnał o aktualnej sytuacji spółki. Również decyzja o wykupie może być takim sygnałem, a w szczególności przejawem niedowartościowania (a więc dużej atrakcyjności) akcji danej spółki. Zarząd nie zdecydowałby się bowiem na wykup akcji, gdyby kurs był zbyt wysoki w stosunku do wewnętrznej wartości. Przekazanie sygnału o niedowartościowaniu akcji przyciąga inwestorów zainteresowanych poszukiwaniem niedowartościowanych akcji, zwiększając na nie popyt i w konsekwencji kursy akcji.

Poprawa wskaźników rynkowych wiąże się głównie z wykupem akcji własnych w celu umorzenia. W efekcie zmniejsza się liczba akcji wyemitowanych przez spółkę przy zachowaniu stałości wielkości osiągniętych przez spółkę efektów finansowych i dochodów. Konsekwencją takich działań jest automatyczna poprawa przede wszystkim wskaźników wskazujących relację wysokości zysków przypadających na jedną akcję (EPS), ale też i rentowności kapitałów własnych (ROE). Ponieważ wskaźniki te są ważne dla wielu inwestorów giełdowych, zwiększenie ich poziomu może zachęcać potencjalnych inwestorów do nabywania akcji, co może wywierać presję na kursy giełdowe, zwiększając tym samym wartość wskaźnika odzwierciedlającego relację kursu giełdowego do zysku przypadającego na akcję (P/E).

Z powodu coraz częstszego stosowania wykupów akcji własnych, zaczęto im poświęcać coraz więcej uwagi, stwierdzając jednocześnie, że wykupy akcji stanowią substytucyjny (alternatywny) dla wypłat dywidend sposób transferu gotówki na rzecz akcjonariuszy [Bagwell, Shoven, 1989; Grullon, Michaely, 2002]. Stanowisko takie jest wyrażane zarówno przez naukowców zagranicznych, takich jak: Bagwell, Shoven czy Grullon, Michaely, ale też i polskich: Duraj [Duraj, 2008, s. 110] oraz Horbaczewska [Horbaczewska, 2012, s. 52]. Substytucja ta zachodzi jednak w przypadku, gdy dywidendy i wykupy akcji służą jednemu celowi tj. wypłacaniu posiadanego przez spółki nadmiaru gotówki. Przyjmując założenie o występowaniu substytucji między dywidendami i wykupami akcji, można postawić hipotezę, że na decyzję o wykupie akcji decydują się firmy, które posiadają nadwyżki gotówki w stosunku do potrzeb.

### **3. Znaczenie rentowności i płynności dla wypłat dywidend i wykupów akcji własnych**

Jak wskazano, podstawą ustalania kwot przeznaczonych do podziału między wspólników jest wielkość zysku netto. Akcjonariusze, podejmując decyzję o wysokości dywidendy, sugerują się jej kategorią jako związaną z podziałem wyniku finansowego. Stąd można uważać, że wypłaty dywidend mają większy związek z zyskiem i zyskownością spółki.

Traktując wykup akcji własnych jako alternatywę lub substytut dla dywidendy dla metody transferu gotówki do akcjonariuszy możliwe jest natomiast stwierdzenie, że na wykup akcji własnych decydować się będą spółki posiadający relatywnie wyższy poziom gotówki i płynności.

Na podstawie powyższych rozważań teoretycznych oraz dotychczasowych badań [Wrońska, 2008; Wrońska, 2010; Pieloch, 2008; Pieloch, 2010] możliwe jest postawienie hipotezy, że na wypłatę dywidend gotówkowych decydują się firmy zyskowe, natomiast na wykup akcji – te o wysokim poziomie płynności.

### 3.1. Charakterystyka badanej zbiorowości

Badaniami objęto 19 spółek branży metalowej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ramy czasowe badań objęły lata 2004-2011. Przedmiotem analiz było określenie poziomu rentowności (wskaźniki ROS, ROA i ROE)<sup>2</sup> i poziomu płynności (wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej)<sup>3</sup> przy uwzględnieniu faktu wypłat dywidend oraz wykupu akcji własnych.

Wśród 19 badanych spółek wystąpiły 3 podmioty, które w badanym okresie ani razu nie wypłaciły dywidendy, ani nie wykupiły akcji. Natomiast spółek, które chociaż raz w badanym okresie wypłaciły dywidendę lub dokonały wykupu akcji, było 16. Wśród tych 16 podmiotów było 6 takich, które chociaż raz w badanym okresie wypłaciły dywidendy (ale nie wykupowały akcji). Natomiast spółek, które chociaż raz w badanym okresie wykupiły akcje (ale nie wypłacały dywidend), było 3. Warto też podkreślić, że w badanym okresie wystąpiły spółki, które dokonywały zarówno wykupów akcji, jak i wypłat dywidend. Takich podmiotów było 7.

W tabelicy 1 zawarto dane (średnie arytmetyczne) charakteryzujące rentowność oraz płynność finansową wszystkich 19 spółek funkcjonujących w branży metalowej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Jak wynika z danych zawartych w tabelicy 1, wahania w poziomie rentowności są wyraźne. Przyczyną znaczącego spadku rentowności w latach 2008-2010 jest wpływ kryzysu finansowego.

---

<sup>2</sup> Wskaźniki rentowności zostały ustalone jako relacja zysku netto do odpowiednio przychodów ze sprzedaży, przeciętnego poziomu aktywów ogółem, przeciętnego poziomu kapitałów własnych [Jerzemska i inni, 2004, s. 287 nn.].

<sup>3</sup> Wskaźnik płynności bieżącej został ustalony jako relacja między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi, wskaźnik płynności szybkiej jako relacja aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy do zobowiązań krótkoterminowych [Jerzemska i inni, 2004, s. 137-138].

Płynność finansowa w kolejnych analizowanych latach kształtuje się natomiast na bezpiecznym poziomie, wskazującym zdolność do bieżącego regulowania wymaganych zobowiązań.

**Tablica 1. Podstawowe dane finansowe z lat 2004-2011 charakteryzujące spółki branży metalowej notowane na GPW**

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROS (w %)	6,58	8,30	10,15	7,60	-0,93	2,10	3,40	5,97
ROE (w %)	16,96	20,62	24,54	14,45	-6,13	4,13	5,97	13,23
ROA (w %)	8,32	10,12	13,44	9,42	-3,05	3,19	3,59	6,69
Wskaźnik płynności bieżącej	2,14	1,73	1,97	2,49	1,77	3,02	2,06	2,31
Wskaźnik płynności szybkiej	1,38	1,08	1,21	1,48	1,08	2,00	1,29	1,44
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,53	0,35	0,41	0,64	0,51	1,16	0,58	0,64

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Dalszej szczegółowej analizie poddane zostaną spółki z grupy podmiotów, które w badanym okresie dokonywały wyłącznie wypłat dywidend, oraz te, które w badanym okresie dokonywały wyłącznie wykupów akcji.

### 3.2. Znaczenie rentowności i płynności dla wypłat dywidend

W tablicy 2 zawarto dane (średnie arytmetyczne) charakteryzujące rentowność oraz płynność finansową spółek branży metalowej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, które chociaż raz w badanym okresie 2004-2011 dokonały wypłaty dywidendy. Wśród tej grupy spółek nie ma jednak takich, które dokonywały wykupów akcji własnych.

Jak wynika z tablicy 2, poziom wskaźników rentowności kształtuje się na znacznie wyższym poziomie niż dla wszystkich 19 spółek branży metalowej notowanych na GPW. Dotyczy to w szczególności wskaźników ROS i ROA.

Co zaskakujące, również poziom wskaźników płynności finansowej kształtuje się znacznie korzystniej w porównaniu z całą badaną zbiorowością.

Możliwe jest więc stwierdzenie, że spółki wypłacające dywidendę charakteryzują się znacznie lepszą sytuacją finansową (pod względem rentowności i płynności finansowej) niż przeciętna dla branży. Oznacza

to, że na wypłatę dywidendy decydują się spółki znajdujące się w lepszej niż przeciętna kondycji finansowej.

**Tablica 2. Podstawowe dane finansowe z lat 2004-2011 charakteryzujące spółki branży metalowej notowane na GPW dokonujące wypłat dywidend**

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROS (w %)	9,46	9,25	10,54	10,49	5,08	2,91	4,35	6,68
ROE (w %)	16,84	17,13	23,13	20,94	8,27	4,95	5,52	11,27
ROA (w %)	11,67	11,12	15,27	13,91	6,10	3,42	3,90	6,50
Wskaźnik płynności bieżącej	2,76	2,09	2,33	2,20	1,81	5,35	3,02	3,28
Wskaźnik płynności szybkiej	1,62	1,22	1,33	1,34	0,98	3,72	1,95	2,22
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,38	0,33	0,38	0,60	0,36	2,51	1,02	1,25

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

### 3.3. Znaczenie rentowności i płynności dla wykupów akcji własnych

W tablicy 3 zawarto dane (średnie arytmetyczne) charakteryzujące rentowność oraz płynność finansową spółek branży metalowej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, które chociaż raz w badanym okresie 2004-2011 dokonały wykupu akcji własnych. Wśród tej grupy spółek nie ma jednak takich, które dokonywały wypłat dywidendy.

Jak wynika z tablicy 3, poziom wskaźników rentowności kształtuje się w większości lat na niższym poziomie niż dla wszystkich 19 spółek branży metalowej notowanych na GPW.

Co zaskakujące, również poziom wskaźników płynności finansowej kształtuje się mniej korzystnie w porównaniu z całą badaną zbiorowością. Można nawet zauważyć, że poziomy wskaźników płynności finansowej w kilku latach kształtowały się poniżej poziomu optymalnego (2008-2011). Takie kształtowanie się wskaźników płynności finansowej przy ujemnej rentowności (lub dodatniej lecz niskiej rentowności) może nawet sugerować znaczące problemy finansowe. Oznacza to, że na wykup akcji decydują się spółki w słabszej kondycji finansowej niż przeciętna dla branży czy dla spółek wypłacających dywidendy. Uzyskane wyniki mogą też wskazywać, że transfer gotówki nie jest najważniejszą przyczyną, dla której badane spółki dokonują wykupu akcji własnych. Ze względu na relatywnie słabszą sytuację finansową spółek dokonujących wykupu akcji własnych (w zakresie płynności oraz rentowności) występowało duże prawdopo-



funkcjonowania tych podmiotów.

**Tablica 3. Podstawowe dane finansowe z lat 2004-2011 charakteryzujące spółki branży metalowej notowane na GPW dokonujące wykupów akcji własnych**

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROS (w %)	4,26	8,52	10,34	8,76	-22,75	1,12	0,10	5,82
ROE (w %)	13,23	26,55	21,89	15,16	-51,66	2,10	2,40	17,91
ROA (w %)	5,48	11,40	12,59	9,30	-39,29	1,06	0,21	7,23
Wskaźnik płynności bieżącej	1,15	1,58	2,10	1,88	1,06	1,32	1,42	1,31
Wskaźnik płynności szybkiej	0,87	1,13	1,50	1,26	0,67	0,86	0,85	0,72
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,43	0,34	0,56	0,48	0,25	0,36	0,38	0,15

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

dobieństwo reakcji inwestorów na pogarszające się wyniki spółki i obniżenia kursu akcji. Stąd możliwe jest stwierdzenie (które wymagałoby dalszych badań), że spółki te dokonywały wykupu akcji w celu poprawy wskaźników giełdowych oraz zmniejszenia liczby akcji w obiegu w celu stabilizowania kursu akcji.

## Zakończenie

Na podstawie przeprowadzonej analizy literatury postawiono hipotezę stwierdzającą, że na wypłatę dywidend gotówkowych decydują się firmy zyskowe, natomiast na wykup akcji — te o wysokim poziomie płynności.

Przeprowadzone badania empiryczne wskazują jednak, że na wypłatę dywidendy decydują się firmy posiadające relatywnie wysoką rentowność, ale też posiadające relatywnie wysoką płynność. Spółki stosujące wykup akcji własnych charakteryzują się natomiast relatywnie niższym poziomem płynności finansowej w stosunku zarówno do przeciętnej dla spółek z branży, jak i w stosunku do spółek wypłacających dywidendę.

Może to oznaczać, że na wypłatę dywidendy decydują się firmy zyskowe jednocześnie posiadające gotówkę lub łatwy dostęp do gotówki (wysoką płynność) w celu zabezpieczenia wypłaty dywidendy na rzecz właścicieli. Uzyskane wyniki mogą też wskazywać, że transfer gotówki nie jest najważniejszą przyczyną, dla której badane spółki dokonują wy-

kupu akcji własnych. Możliwe, że spółki te dokonywały wykupu akcji w celu poprawy wskaźników giełdowych oraz zmniejszenia liczby akcji w obiegu w celu doprowadzenia do stabilizowania kursu akcji.

## Literatura

1. Bagwell L., Shoven J. (1989), *Cash distribution to shareholders*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 3, no. 3.
2. Brigham E.F., Gapenski L.C. (2002), *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa.
3. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. J. (2004), *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, „Journal of Financial Economics”, vol. 72, no. 3.
4. Demos T. (2011), *Surge in buy-backs by US companies*, „The Financial Times”, 19.08.2011 r.
5. Duraj A.N. (2002), *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
6. Duraj A.N. (2008), *Rezerwy a strategie finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
7. Fama E.F., French K.R. (2001), *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?* „Journal of Financial Economics”, vol. 60, no. 1.
8. Grullon G., Michaely R. (2002), *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*, „The Journal of Finance”, vol. 57, no. 4.
9. Horbaczewska B. (2012), *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, Cedewu, Warszawa.
10. Hrdlicka Ch. (2006), *Finding the disappearing dividends: stock repurchaser characteristic, and their increasing propensity to pay*, working paper.
11. Jerzemowska M. (red.) (2004), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
12. Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Wydawnictwo Konsorcjum Akademickie, Kraków-Rzeszów-Zamość.
13. Linebaugh K. (2012), *Giganci skupują swoje akcje*, „Rzeczpospolita”, 20.12.2012 r.
14. Pieloch A. (2008), *Ocena znaczenia wysokości wyników finansowych spółek w realizacji wykupu akcji własnych*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

15. Pieloch A. (2010), *Zysk netto jako źródło finansowania wykupu i umorzenia akcji własnych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Acta Universitatis Łódzensis, Folia Oeconomica”, nr 236.
16. Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend*. PWN, Warszawa-Kraków.
17. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
18. Wrońska E. (2010), *Rentowność i płynność finansowa a wypłaty dywidend gotówkowych*, [w:] *Finanse przedsiębiorstw*, red. A. Kopiński, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 98.
19. Wrońska E. (2008), *Źródła finansowania wypłat dywidend*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
20. [www.GPWInfostrefa.pl](http://www.GPWInfostrefa.pl), dostęp: 15.01.2013 r.

## Streszczenie

Celem niniejszego opracowania jest weryfikacja hipotezy odnoszącej się do związku płynności finansowej i rentowności oraz wykupów akcji i dywidend. Hipoteza badawcza odnosi się do stwierdzenia, że dla decyzji o wypłatach dywidendy ważniejszym czynnikiem jest rentowność, podczas gdy dla decyzji o wykupie akcji — płynność. Dla potrzeb weryfikacji postawionej hipotezy przeprowadzono badania teoretyczne i empiryczne 19 spółek notowanych na GPW reprezentujących jedną z branż. W wyniku przeprowadzonych badań empirycznych możliwe było stwierdzenie, że na wypłatę dywidendy decydują się firmy zyskowe jednocześnie posiadające gotówkę lub łatwy dostęp do gotówki (wysoką płynność) w celu zabezpieczenia wypłaty dywidendy na rzecz właścicieli. Spółki stosujące wykup akcji własnych charakteryzują się natomiast relatywnie niższym poziomem płynności finansowej zarówno w stosunku do przeciętnej dla spółek z branży, jak i do spółek wypłacających dywidendę. Uzyskane wyniki mogą też wskazywać, że transfer gotówki nie jest najważniejszą przyczyną, dla której badane spółki dokonują wykupu akcji własnych. Możliwe że spółki te dokonywały wykupu akcji w celu poprawy wskaźników giełdowych oraz zmniejszenia liczby akcji w obiegu celem doprowadzenia do stabilizowania kursu akcji

## Słowa kluczowe

wykupy akcji, dywidendy, płynność, rentowność

### **The effect of profitability and liquidity on share repurchase and dividend payout (Summary)**

The aim of this article is to verify hypothesis referring to liquidity and profitability and their effect on share repurchase and dividend payout. The hypothesis states that profitability is more important while deciding on dividend payout, and that liquidity is more important while deciding on share repurchase. To verify this hypothesis author carried out theoretical and empirical studies. To verify this hypothesis, author carried out research for 19 companies listed on Stock Exchange in Warsaw. As a result of this research, it was possible to state that companies paying dividend are in better financial position (have higher profitability and liquidity ratios than average). It means that they are able to pay dividend without any harm for the financial situation. Another result of the research was that companies repurchasing their shares are in worse financial situation (have lower profitability and liquidity ratios than average). It might mean that transferring cash is not the main reason for share repurchasing. It might mean that companies repurchase their shares because they need to stabilize the share price or improve market ratios.

#### **Keywords**

share repurchase, dividend, profitability, liquidity