

Rafał Tuzimek\*

Michał Wrzesiński\*\*

## Struktura kapitału a opłacalność wybranych decyzji finansowych w przedsiębiorstwie

### Wstęp

Nadrzędnym celem działania każdej spółki kapitałowej powinna być nie tylko kreacja, ale i maksymalizacja jej wartości. Jednym z wielu sposobów wpływu na wartość spółki mogą być decyzje podejmowane przez te podmioty w zakresie transferu wypracowanego zysku do akcjonariuszy.

Celem artykułu jest określenie wpływu pojawienia się pierwszej informacji o podejmowanej decyzji finansowej w przedsiębiorstwie na wartość akcji spółki w powiązaniu ze strukturą kapitałową w badanych podmiotach.

W ramach artykułu autorzy dokonują przeglądu wyników badań empirycznych na świecie, a następnie przeprowadzają własne badania empiryczne na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przyjęta przez autorów metodyka badań wykorzystuje analizę zdarzeń i średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu (ang. *cumulative abnormal return*, CAR). Ta sama metodyka wykorzystywana jest przez autorów badań empirycznych na rynkach zagranicznych, których wyniki omówiono w niniejszym artykule.

Biorąc pod uwagę ograniczoną wielkość artykułu, w badaniach empirycznych przeprowadzonych przez autorów, jako przykład decyzji finansowej w przedsiębiorstwie została wybrana wypłata dywidendy. Autorzy rozpatrują wypłatę dywidendy w powiązaniu ze strukturą kapitału w badanych przedsiębiorstwach oraz wybranych, przykładowych branżach.

---

\* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, rtuzimek@shg.waw.pl, Al. Niepodległości 62, 02-554 Warszawa

\*\* Dr hab., prof. nadzw. SGH, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, mwrzesinski@sgh.waw.pl, Al. Niepodległości 62, 02-554 Warszawa

## 1. Przegląd badań empirycznych

Analiza istniejącej literatury przedmiotu wskazuje na bardzo ograniczony zakres dotychczasowych badań dotyczących związku struktury kapitałowej spółki, branży, jej działalności oraz występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu wokół informacji o planowanej dywidendzie lub wykupie akcji własnych. Dobrze zbadano natomiast temat wpływu informacji o zmianach struktury kapitałowej na kursy akcji. Badania tego rodzaju skupiały się głównie na reakcji kursu akcji na pojawienie się pierwszej wiadomości o emisji akcji, emisji obligacji zamiennych na akcje oraz obligacji.

Wiele badań wskazuje na negatywny wpływ informacji o emisji akcji zwykłych na stopy zwrotu z akcji. Asquith i Mullins [Asquith, Mullins, 1986] zbadali 128 zdarzeń w latach 1963-1981. Według tego badania ponadprzeciętna stopa zwrotu z akcji w dniu pojawienia się informacji wynosiła średnio -3%. Średnią wartość ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji, stanowiącą podsumowanie kilku innych badań (średnia ważona wartości osiągniętych w innych badaniach, przy czym wagami były wielkości prób badawczych), zaprezentował Smith [Smith, 1986] – informacja o emisji akcji zwykłych powodowała spadek ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji o 3,14% w spółkach z sektora przemysłowego oraz o 0,75% w spółkach z sektora użyteczności publicznej (dostawcy prądu, wody i gazu).

W przypadku obligacji zamiennych na akcje większość badań wskazuje na negatywny wpływ tego zdarzenia na kurs akcji [Gillet, La Bruslerie, 2010]. Ponadprzeciętne stopy zwrotu bezpośrednio po ogłoszeniu emisji obligacji zamiennych na akcje wynosiły od -2,31% na rynku Stanów Zjednoczonych [Dann, Mikkelson, 1984], poprzez -1,56% na rynku niemieckim i -0,89% na rynku szwajcarskim [Amman i inni, 2006], do -0,88% na rynku francuskim [Ducassy, 2003]. Istnieją jednak nieliczne badania wskazujące na dodatni wpływ tego rodzaju informacji na ponadprzeciętne stopy zwrotu. Wyniki takie uzyskali De Roon i Veld [De Roon, Veld, 1998] na rynku holenderskim oraz Kang i Stulz [Kang, Stulz, 1996] na rynku japońskim. Negatywna reakcja kursów akcji na informację o emisji obligacji zamiennych jest spowodowana postrzeganiem tego rodzaju instrumentów finansowych przez inwestorów jako papierów quasi-udziałowych, rozwadniających obecny stan akcjonariatu.

Badania empiryczne dotyczące wpływu emisji obligacji zwykłych na kursy akcji nie przynoszą jednoznacznych wniosków. Eckbo [Eckbo, 1986] w badaniu przeprowadzonym na próbie 272 zdarzeń osiągnął średnią ponadnormatywną stopę zwrotu na poziomie -0,1%. Wartość ta nie była jednak istotna statystycznie. Mikkelson i Partch [Mikkelson, Partch, 1986] również zanotowali ujemną ponadnormatywną stopę zwrotu (-0,23%) na próbie 172 zdarzeń w dwudniowym okresie obejmującym dzień zdarzenia i dzień bezpośrednio go poprzedzający. Ten wynik jednak również okazał się nieistotny statystycznie. Istnieją jednak również badania wskazujące na pozytywną reakcję kursów akcji na emisję obligacji. Kim i Stulz [Kim, Stulz, 1988] po zbadaniu próby zdarzeń obejmujących emisję euroobligacji przez spółki amerykańskie zaobserwowali dodatnie ponadnormatywne stopy zwrotu w pobliżu dnia pojawienia się informacji o emisji instrumentów.

Istnieje również bogata literatura dotycząca badań wpływu informacji o planowanej dywidendzie oraz o planowanym wykupie akcji własnych na ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji. Większość badań wskazuje na występowanie dodatnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu w pobliżu dnia pojawienia się informacji o planowanym wykupie akcji własnych. Vermaelen [Vermaelen, 1981, s. 139-183] zaobserwował na rynku amerykańskim, na próbie 374 zdarzeń, ponadprzeciętną stopę zwrotu w wysokości 3,62% w oknie czasowym [-1; 1] od dnia zdarzenia. Podobne badania na rynku europejskim przeprowadzali m.in. Padgett i Wang [Padgett, Wang, 2007, s. 1-30], na rynku brytyjskim na próbie 468 zdarzeń Bessler i Seim [Bessler, Seim, 2008], na rynku niemieckim na próbie 419 zdarzeń oraz Ginglinger i L'Her [Ginglinger, L'Her, 2002] na rynku francuskim na próbie 363 zdarzeń. Zaobserwowane przez nich ponadprzeciętne stopy zwrotu w interwale czasowym analogicznym do badania Vermaelena wynosiły odpowiednio: 1,13%, 3,84% i 0,67%. Obserwacje te potwierdzają dodatni wpływ informacji o planowanym wykupie akcji własnych na kurs akcji.

Równie szeroko omawia się w literaturze temat wpływu informacji o planowanej wypłacie dywidendy na kursy akcji. Asquith i Mullins [Asquith, Mullins, 1983] przeprowadzili badanie na próbie 160 zdarzeń z rynku amerykańskiego w latach 1963-1980. Standardowa skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu pojawienia się informacji oraz w dniu bezpośrednio go poprzedzającym wyniosła 3,7%. W innym bada-

niu Ryan, Besley i Lee [Ryan i inni, 2000] zbadali wpływ informacji o zapoczątkowaniu/wznowieniu dywidend na kursy akcji spółek notowanych na NASDAQ na próbie 69 zdarzeń. Zaobserwowana przez nich ponadprzeciętna stopa zwrotu w oknie czasowym  $[-1; 1]$  od dnia zdarzenia wyniosła 5,13% i była statystycznie istotna przy poziomie istotności 5%.

Decyzja dotycząca zarówno wypłaty dywidendy, jak i skupu akcji własnych prowadzi ostatecznie do zmiany struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. W wymienionych przypadkach następuje spadek udziału kapitału własnego w pasywach spółki, czy to poprzez niezatrzymanie zysku za rok obrotowy (w przypadku dywidendy), czy też poprzez zmniejszenie kapitału zakładowego (skup akcji własnych).

## 2. Metodyka i zakres badania oraz opis próby

Badania zostały przeprowadzone z wykorzystaniem analizy zdarzeń i średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu jest definiowana jako różnica pomiędzy rzeczywistą stopą zwrotu zrealizowaną w danym okresie a stopą zwrotu, której należałoby oczekiwać na podstawie normalnego zachowania kursu akcji oraz zachowania rynku (indeksu) w tym okresie. Określa więc ona nadwyżkę faktycznie uzyskanego przez inwestora dochodu ponad średnią oczekiwaną stopę zwrotu możliwą do uzyskania przy danym poziomie ryzyka. W szczególności analizie poddane zostaną skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu (ang. *cumulative abnormal return*, CAR).

Badanie dotyczy zdarzeń pojawienia się pierwszej zapowiedzi wypłaty dywidendy („dzień 0”) dokonywanych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okres wykorzystany do badań obejmuje lata 2002-2010. Daty poszczególnych zdarzeń zostały ustalone na podstawie archiwów *Gazety Giełdy Parkiet* i *Pulsu Biznesu* oraz w kilku przypadkach na podstawie raportów giełdowych spółek.

Autorzy zakwalifikowali do próby dotyczącej dywidend 245 zdarzeń. Tablica 1 prezentuje podział całej grupy zdarzeń według branży.

Dla każdej spółki z próby obliczono wskaźnik długu według formuły dług netto/kapitał własny. Dług netto obliczono jako różnicę między zobowiązaniami oprocentowanymi a środkami pieniężnymi. Wyliczeń dokonano na podstawie publikowanych przez spółki rocznych sprawozdań finansowych. Przykładowo zdarzeniu X polegającemu na ujawnieniu przez spółkę Y w 2009 r. informacji dotyczącej planowanej dywidend-

**Tablica 1. Podział zdarzeń wchodzących w skład grupy badawczej według branży**

Branża	Liczba zdarzeń
Budownictwo	29
Informatyka	28
Handel hurtowy	26
Przemysł metalowy	24
Przemysł spożywczy	15
Pozostałe	123
Razem	245

Źródło: Opracowanie własne.

dy przypisano wskaźnik długu wyliczony na podstawie sprawozdania finansowego za 2008 r. W przypadku występowania grupy kapitałowej bazowano na wynikach skonsolidowanych.

Na podstawie wartości wskaźników długu populacji zdarzeń dotyczących dywidendy podzielono odpowiednio na 4 grupy (tablica 2). Wartości brzegowe poszczególnych grup odpowiadają wartościom wyznaczonym przez kwartyle danej populacji zdarzeń.

**Tablica 2. Wartości brzegowe poszczególnych grup zdarzeń obejmujących dywidendy**

Dywidendy	Wskaźnik długu	Liczba zdarzeń
I grupa	$\leq -8,2\%$	62
II grupa	$(-8,2\%; 10,7\% >$	61
III grupa	$(10,7\%; 37,4\% >$	61
IV grupa	$> 37,4\%$	61
Razem		245

Źródło: Opracowanie własne.

Ujemny wskaźnik długu oznacza, że środki pieniężne przewyższają zaciągnięte zobowiązania finansowe. Im wyższy wskaźnik, tym większe zaangażowanie długu w spółce.

**Tablica 3. Ponadprzeciętne stopy zwrotu przy pojawieniu się informacji o planowanej dywidendzie**

Okres	I kwartył	II kwartył	III kwartył	IV kwartył
[-2]	0,35%	-0,10%	0,73% <sup>3</sup>	-0,53%
[-1]	0,29%	0,70% <sup>4</sup>	0,14%	0,34%
[ 0]	0,91% <sup>2</sup>	0,07%	0,25%	1,07% <sup>2</sup>
[ 1]	0,77% <sup>1</sup>	0,01%	0,10%	0,35%
[ 2]	0,52%	0,25%	-0,37%	0,67% <sup>2</sup>
[-1; 1]	1,97% <sup>4</sup>	0,78% <sup>1</sup>	0,49%	1,76% <sup>3</sup>
[-2; 2]	2,84% <sup>5</sup>	0,93%	0,86%	1,91% <sup>4</sup>
[-5; 5]	3,51% <sup>4</sup>	1,33%	1,89% <sup>2</sup>	2,54% <sup>4</sup>
[-10; 10]	6,41% <sup>5</sup>	1,94%	2,09%	4,15% <sup>4</sup>

Oznaczenia:

<sup>1</sup> Statystycznie istotne na poziomie 10%.

<sup>2</sup> Statystycznie istotne na poziomie 5%.

<sup>3</sup> Statystycznie istotne na poziomie 2%.

<sup>4</sup> Statystycznie istotne na poziomie 1%.

<sup>5</sup> Statystycznie istotne na poziomie 0,1%.

Źródło: Obliczenia własne.

Kursy zamknięcia akcji oraz wartości indeksu WIG do kalkulacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu pozyskano z archiwum notowań portalu internetowego GpwInfostrefa.pl.

Obserwacji poddano w szczególności skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu (CAR) z okien zdarzenia (tj. CAR [-10; 10]). Ponadto, obserwacji poddano ponadprzeciętne stopy zwrotu (AR) konkretnie z „dnia 0” oraz dni bezpośrednio go poprzedzających i następujących po nim.

### 3. Wyniki i wnioski z badań empirycznych przeprowadzonych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wyniki badań nad ponadprzeciętnymi stopami zwrotu w dniach bezpośrednio poprzedzających i następujących bezpośrednio po pojawieniu się informacji o planowanej dywidendzie zostały zaprezentowane w tablicach 3 i 4 oraz na rysunkach 1 i 2.

Przeprowadzone badania dla próby 245 zdarzeń podzielonych według poziomu zadłużenia badanych spółek (zaprezentowane w tablicy 3)

dowodzą, że pojawienie się informacji o planowanej wypłacie dywidendy oddziałuje na kursy akcji w pozytywny sposób. Dla zdarzeń występujących w każdej z badanych podgrup skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu w dłuższych okresach (CAR [-10; 10], CAR [-5; 5]) przyjmują dodatnie wartości. Wartości te są najwyższe dla grupy spółek najmniej zadłużonych (6,41% w oknie czasowym [-10; 10] i 3,51% w oknie czasowym [-5; 5]), przy czym charakteryzują się one wysoką istotnością statystyczną (na poziomie 1% dla CAR [-5; 5] oraz 0,1% dla CAR [-10; 10]). W dłuższych okresach drugie co do wysokości (4,15% w oknie czasowym [-10; 10] i 2,54% w oknie czasowym [-5; 5]) oraz statystycznie istotne na poziomie 1% wartości ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji osiągały spółki z IV kwartyłu, czyli najbardziej zadłużone. Spółki o umiarkowanym poziomie zadłużenia, reprezentujące II i III kwartył próby badawczej, również osiągały dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że stopy te były niższe niż w przypadku spółek najmniej i najbardziej zadłużonych, a także na brak istotności statystycznej tych obserwacji, z wyjątkiem stopy zwrotu dla spółek z III kwartyłu (1,89%) w oknie czasowym [-5; 5] istotnej na poziomie 5%.

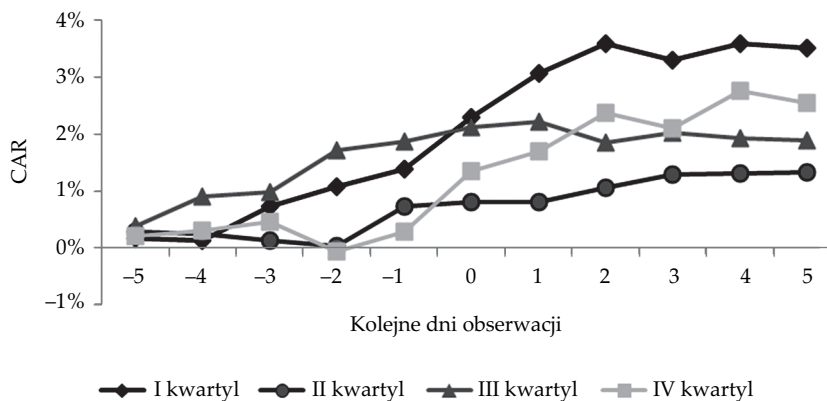
W przedziałach czasowych [-1; 1] i [-2; 2] najwyższymi wartościami CAR charakteryzowały się spółki z I kwartyłu oraz II kwartyłu przy jednoczesnej wysokiej istotności statystycznej tych wyników. W „dniu 0” spółki z I oraz IV kwartyłu osiągały dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu (odpowiednio 0,91% i 1,07%) na poziomie istotności 5%. Jednocześnie spółki z II i III kwartyłu charakteryzowały się znacznie niższymi stopami zwrotu (odpowiednio 0,07% i 0,25%), jednak przy poziomie istotności niższym niż 10%.

Na rysunku 1, przedstawiającym skumulowane ponadnormatywne stopy zwrotu w oknie czasowym [-5; 5] można zaobserwować dodatnią dynamikę tych wielkości, zwłaszcza w przypadku spółek z kwartyli I i IV. Szczególnie wysoka dynamika CAR jest obserwowana począwszy od „dnia -1” (poprzedzającego informację o planowanej wypłacie dywidendy) i utrzymuje się na wysokim poziomie (wskutek czego rośnie skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu) do około 2 dni po „dniu 0”. W kolejnych dniach ponadprzeciętne stopy zwrotu stabilizują się.

Wyniki te mogą wskazywać na fakt wysokiej wiarygodności informacji o planowanej wypłacie dywidendy, jeśli publikowana jest ona przez spółki o niskim poziomie zadłużenia. Z drugiej strony, wysokie oraz istotne staty-



**Rysunek 1. Skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu (CAR) przy informacji o planowanej wypłacie dywidendy (według poziomu zadłużenia spółek)**



Źródło: Obliczenia własne.

stycznie dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu w przypadku spółek najbardziej zadłużonych mogą stanowić zaskakującą inwestorów, pozytywną informację wpływającą dodatnio na wycenę spółki. Wypłata dywidendy przy wysokim zadłużeniu i konieczności obsługi tego długu może u inwestorów powodować przeświadczenie o efektywnym zarządzaniu finansami i dobrym spodziewanym w przyszłości standingu finansowym.

**Tablica 4. Ponadprzeciętne stopy zwrotu przy pojawieniu się informacji o planowanej dywidendzie w branży budowlanej**

Okres	Budownictwo I	Budownictwo II	Informatyka I	Informatyka II
[-2]	1,19% <sup>2</sup>	-0,62%	0,77%	-0,15%
[-1]	0,63%	0,12%	-0,50%	0,44%
[ 0]	1,49%	0,81%	0,94%	0,09%
[ 1]	1,72%	0,08%	0,55%	0,02%
[ 2]	0,23%	0,22%	1,83% <sup>2</sup>	-0,32%
[-1; 1]	3,83% <sup>1</sup>	1,01%	0,99%	0,56%
[-2; 2]	5,26% <sup>4</sup>	0,61%	3,59%	0,09%
[-5; 5]	3,92%	1,87%	2,51%	2,14%
[-10; 10]	8,40% <sup>3</sup>	3,28%	7,57% <sup>1</sup>	3,34%

Oznaczenia: Jak w tablicy 3.

Źródło: Obliczenia własne.



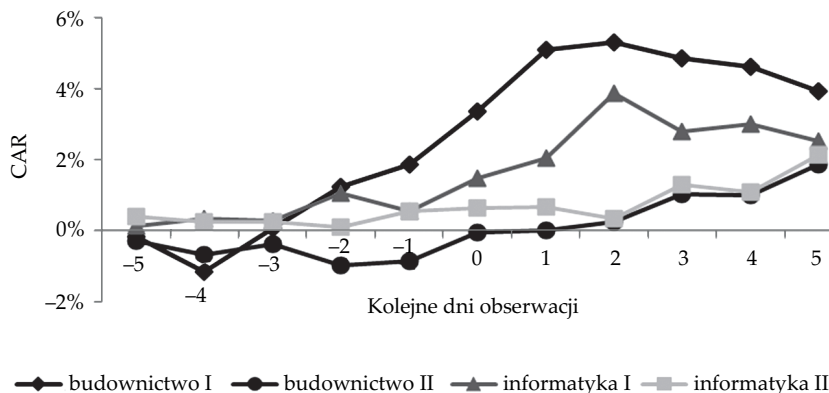
W dalszej części badania (zaprezentowanej w tablicy 4) poddano analizie wpływ pojawienia się informacji o planowanej dywidendzie na ponadprzeciętne stopy zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie w podziale na branże. Zostały one wyselekcjonowane na podstawie liczebności reprezentujących je badanych zdarzeń (wybrano te najliczniej reprezentowane; grupy „Budownictwo” liczą 29 zdarzeń, a grupy „Informatyka” – 28 zdarzeń). Spółki należące do danych branż podzielono następnie ze względu na wielkość ich zadłużenia. Symbolem „I” oznaczono te, których zadłużenie było niższe lub równe medianie zadłużenia badanej grupy reprezentującej daną branżę. Symbolem „II” oznaczono te, których zadłużenie było wyższe niż mediana zadłużenia badanej grupy reprezentującej daną branżę.

Wyniki badania wskazują na dodatni wpływ informacji o planowanej dywidendzie na kursy akcji spółek z branży budowlanej i informatycznej. W okresie CAR [-10; 10] skumulowane stopy zwrotu przyjmują najwyższe wartości dodatnie w przypadku spółek z grupy „Budownictwo I”. Najwyższy wynik (8,40%) występuje w oknie czasowym [-10; 10] i jest przy tym istotny statystycznie na poziomie 2%. Druga co do wysokości wartość CAR dotyczy spółek z grupy „Informatyka I” i wynosi 7,57% przy poziomie istotności 10%. Porównywalne wyniki dla spółek o zadłużeniu powyżej mediany dla danej grupy były niższe (3,28% dla grupy „Budownictwo II” i 3,34% dla grupy „Informatyka II”), a przy tym nieistotne statystycznie przy poziomie istotności 10%.

W ścisłym otoczeniu „dnia 0” oraz w „dniu 0” można było zaobserwować tendencje o zbliżonym charakterze. Ponadprzeciętne stopy zwrotu były wyższe dla spółek o zadłużeniu poniżej lub równym medianie dla danej grupy. Na szczególną uwagę zasługuje wysoka (5,26%) ponadprzeciętna stopa zwrotu dla spółek z grupy „Budownictwo I” w oknie czasowym CAR [-2; 2], istotna statystycznie przy poziomie istotności 1%. W analogicznym oknie czasowym CAR dla spółek z grupy „Informatyka I” wyniósł 3,59%, natomiast wartości te dla spółek z grup „Budownictwo II” i „Informatyka II” były dodatnie, choć nie przekraczały 1%.

Na rysunku 2, przedstawiającym skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu w oknie czasowym [-5; 5], można zaobserwować dodatnią dynamikę tych wielkości, zwłaszcza w przypadku spółek z grup „Budownictwo I” i „Informatyka I”. Począwszy od „dnia 0” dynamika CAR dla tych grup znacznie wzrasta, natomiast pozostaje bez istotnych zmian dla spółek z branż „Budownictwo II” i „Informatyka II”.

**Rysunek 2. Skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu (CAR) przy informacji o planowanej wypłacie dywidendy (branża budowlana)**



Źródło: Opracowanie własne.

Uzyskane wyniki mogą świadczyć o wyższych ponadprzeciętnych stopach zwrotu uzyskiwanych po upublicznieniu informacji przez spółki o mniejszym zadłużeniu niż przeciętne w danej branży. Może to świadczyć o spodziewanym wyższym poziomie dywidendy w przypadku tych spółek lub o pozytywnym odbiorze przez inwestorów faktu zwiększenia dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach zadłużonych poniżej średniej w branży albo też o mniej przychylnym spojrzeniu inwestorów na wypłaty zysku w przypadku spółek zadłużonych. Drugą obserwacją jest przeciętnie wyższa ponadprzeciętna skumulowana stopa zwrotu w przypadku wypłaty dywidendy przez spółki z branży budowlanej w porównaniu z spółkami z branży informatycznej. Spółki z branży informatycznej postrzegane są zwykle jako innowacyjne i wymagające nakładów inwestycyjnych na badania i rozwój – takie ich postrzeganie może wpływać na niższą, w porównaniu ze spółkami budowlanymi, wycenę informacji o planowanej wypłacie dywidendy.

## Zakończenie

Badania własne przeprowadzone na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pozwalają na obserwację kilku prawidłowości.

Informacja o planowanej wypłacie dywidendy przeciętnie dodatnio oddziaływała na kursy akcji. Obserwacja ta jest zgodna z wynikami innych badań empirycznych zaprezentowanych w przeglądzie literatury przedmiotu.

Znacznie ciekawsze wnioski można wysnuć, porównując ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji z uwzględnieniem struktury kapitałowej emitujących je spółek oraz branż, w których działają. Akcje spółek o najniższym oraz najwyższym stosunku długu netto do kapitału własnego w danej próbie osiągały, przeciętnie rzecz biorąc, wyższe ponadprzeciętne stopy zwrotu po ujawnieniu informacji o planowanej dywidendzie niż spółki o średnim poziomie zadłużenia. Wyniki te mogą wskazywać na wyższe zaufanie inwestorów do informacji tego rodzaju, jeśli publikowana jest ona przez spółki o niskim poziomie zadłużenia. Zwiększenie w tym przypadku wartości akcji może być powiązane z pozytywnym kierunkiem oddziaływania zmiany struktury finansowania, zmierzającym do jego optymalizacji. Wysokie, dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu w przypadku spółek najbardziej zadłużonych mogą natomiast stanowić pozytywną informację co do kształtowania się wyników i przepływów finansowych w tych spółkach w przyszłości, co jest zgodne z teorią sygnalizacji i może wpływać dodatnio na wycenę akcji.

Analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji z uwzględnieniem zarówno zadłużenia, jak i branży działalności ich emitenta wskazuje na wyższe ponadprzeciętne stopy zwrotu uzyskiwane po upublicznieniu informacji przez spółki o mniejszym zadłużeniu niż przeciętne w danej branży. Może to świadczyć o spodziewanym wyższym poziomie dywidendy w przypadku tych spółek, dobrym odbiorze przez inwestorów faktu zwiększenia skali zadłużenia lub o mniej przychylnym spojrzeniu inwestorów na wypłaty zysku w przypadku spółek zadłużonych. Kolejną obserwacją jest przeciętnie wyższa ponadprzeciętna skumulowana stopa zwrotu w przypadku wypłaty dywidendy przez spółki z branży budowlanej w porównaniu ze spółkami z branży informatycznej. Może to świadczyć o oczekiwaniach inwestorów inwestujących w spółki informatyczne, co do ich endogenicznego rozwoju poprzez badania i rozwój finansowane z zysku netto. Wypłata dywidendy uniemożliwia realizację tego celu.

## **Literatura**

1. Amman M., Fehr M., Seiz R. (2006), *New evidence on the announcement effect of convertible and exchangeable bonds*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 16, no. 1.
2. Asquith P., Mullins D.W. Jr. (1983), *The impact of initiating dividend payments in shareholders's wealth*, „The Journal of Business”, vol. 56, no. 1.

3. Asquith P., Mullins D.W. Jr. (1986), *Signalling with dividends, stock repurchases and equity issues*, „Financial Management”, vol. 15, no. 3.
4. Bessler W., Seim M. (2008), *Motives and valuation effects of share repurchase announcements in Germany: a comparison of established firms and initial public offerings*, Center for Finance and Banking, Justus-Liebig-University Giessen.
5. Dann L., Mikkelson W. (1984), *Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information: some new evidence*, „Journal of Financial Economics”, vol. 13, no. 2.
6. Ducassy I. (2003), *Déterminants de la réaction du marché français aux émissions de titres à caractère action*, „Banque et Marchés”, vol. 64.
7. Eckbo B. (1986), *Valuation effects of corporate debt offerings*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15, no. 1-2.
8. Gillet R., La Bruslerie H. (2010), *The consequences of issuing convertible bonds: dilution and/or financial restructuring?* „European Financial Management”, vol. 16, no. 4.
9. Ginglinger E., L’Her J.F. (2002), *Ownership structure and open market stock repurchases in France*, „European Journal of Finance”, vol. 12, no. 1.
10. Kang J., Stulz R. (1996), *How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new securities issues*, „Review of Financial Studies”, vol. 9, no. 1.
11. Kim Y., Stulz R. (1988), *The eurobond market and corporate financial policy: a test of the clientele hypothesis*, „Journal of Financial Economics”, vol. 22, no. 2.
12. Mikkelson W., Partch M. (1986), *Valuation effects on security offerings and the issuance process*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15, no. 1-2.
13. Padgett C., Wang Z. (2007), *Short-term returns of UK share buyback activity*, ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP2007-10.
14. De Roon F., Veld C. (1998), *Announcement effects of convertible bond loans and warrant bond loans: an empirical analysis for the Dutch market*, „Journal of Banking and Finance”, vol. 22.
15. Ryan P.A., Besley S., Lee H.W. (2000), *An empirical analysis of reactions to dividend policy changes for nasdaq firms*, „Journal of Financial and Strategic Decisions”, vol. 13, no. 1.
16. Smith C.W. Jr. (1986), *Investment banking and the capital acquisition process*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15, no. 1-2.
17. Vermaelen T. (1981), *Common stock repurchases and market signaling: an empirical study*, „Journal of Financial Economics”, vol. 9, no. 2.

## **Streszczenie**

Celem artykułu jest określenie wpływu pojawienia się pierwszej informacji o planowanej dywidendzie na wartość akcji spółki w powiązaniu ze strukturą kapitałową spółki oraz branżą jej działalności. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przeprowadzono badania dotyczące ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji w oknach czasowych w pobliżu dnia pojawienia się informacji. Badane zdarzenia zostały pogrupowane ze względu na stosunek długu netto do kapitału własnego spółki, których akcji dotyczyła informacja. W grupie wszystkich badanych zdarzeń najwyższe ponadprzeciętne stopy zwrotu zaobserwowano w przypadku spółek z I oraz IV kwartyła próby (najmniej oraz najbardziej zadłużonych). W badaniu obejmującym branżę działalności emitenta brano pod uwagę spółki z branży budowlanej i informatycznej. Zaobserwowano, że spółki o zadłużeniu niższym niż mediana zadłużenia w branży osiągają przeciętnie wyższe ponadprzeciętne stopy zwrotu w pobliżu dnia pojawienia się informacji o planowanej dywidendzie.

## **Słowa kluczowe**

dywidenda, dług netto, zarządzanie wartością, kurs akcji, skumulowane ponadnormatywne stopy zwrotu, CAR

## **Capital structure and profitability of financial decisions in an enterprise (Summary)**

The purpose of the article is to determine the influence of the first information about the planned dividend on the stock price in connection with the issuer's capital structure and market segment. A research was conducted on the Warsaw Stock Exchange (GPW), concerning abnormal stock returns around the day when the information was published. The events considered were divided into groups according to the relation of net debt to equity of the issuer. In the group of all events the highest abnormal returns were to be observed among the companies from the first and fourth quartile of the sample (the least and the most indebted). In the research considering the issuers' market segment the authors considered construction and IT companies. It was observed that the companies' with lower net debt to equity ratio than the branch's median stocks appear to have higher abnormal rates of return around the day when the information is published.

## **Keywords**

dividend, net debt, value based management, stock price, cumulative abnormal return, CAR

