

## Determinanty decyzji o emisji i wykupie akcji w polskich spółkach giełdowych. Wyniki badania ankietowego

Aleksandra Duliniec\*

**Streszczenie:** *Cel* – Prezentacja wyników badania determinantów decyzji dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych w zakresie emisji nowych akcji oraz wykupu własnych akcji. Analiza zróżnicowania tych determinantów ze względu na wielkość badanej spółki. Interpretacja wyników badań w kontekście podstawowych teorii struktury finansowania. Porównanie wyników badania przeprowadzonego w Polsce z wynikami podobnych badań ankietowych przeprowadzonych wcześniej w Europie Zachodniej i Ameryce Północnej.

*Metodologia badania* – Badanie ankietowe 200 dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych na podstawie autorskiego scenariusza. Ankieta została zrealizowana metodą CATI (wywiady telefoniczne wspomagane komputerowo).

*Wynik* – Główne determinanty decyzji o emisji przez spółki giełdowe nowych akcji to przede wszystkim chęć pozyskania bezpiecznego źródła finansowania, jakim jest kapitał własny (akcyjny) oraz dostępność alternatywnych źródeł finansowania, tj. zysków zatrzymanych i kapitału dłużnego. Te wyniki są spójne z teorią hierarchii źródeł finansowania. Przewartościowanie lub niedowartościowanie akcji spółki na polskim rynku giełdowym ma dużo mniejszy wpływ na decyzje dyrektorów finansowych o emisji akcji niż na rynkach rozwiniętych. Motywy decyzji o wykupie przez spółkę własnych akcji są w dużej mierze uzależnione od wielkości przedsiębiorstwa.

*Oryginalność/wartość* – Pierwsze na polskim rynku badania ankietowe determinantów decyzji o emisji i wykupie akcji. Wcześniejsze badania firm amerykańskich i europejskich nie obejmowały motywów decyzji o wykupie własnych akcji przez spółki giełdowe. Uwzględnienie determinantów tych decyzji w przeprowadzonym badaniu ankietowym polskich spółek giełdowych jest niewątpliwie rozwiązaniem oryginalnym.

**Słowa kluczowe:** decyzje finansowe, emisja akcji, wykup własnych akcji, struktura kapitału, badania ankietowe

### Wprowadzenie

Emisja nowych akcji lub wykup przez spółkę własnych akcji to ważny obszar decyzji finansowych podejmowanych w spółkach, w szczególności tych, których akcje są notowane na rynku giełdowym. Emisja akcji lub ich wykup (przede wszystkim w celu umorzenia) wpływają bezpośrednio na wartość kapitału własnego akcyjnego, jakim dysponuje spółka. Jest to ważny czynnik kształtowania struktury i kosztu kapitału w przedsiębiorstwie, co ostatecznie znajduje swoje odzwierciedlenie w wartości rynkowej spółek giełdowych.

---

\* prof. dr hab. Aleksandra Duliniec, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Rynków Kapitałowych, e-mail: almad@sgh.waw.pl.

Wyjaśnieniem determinantów decyzji finansowych w zakresie emisji oraz wykupu własnych akcji zajmują się różne nurty teorii struktury kapitału. Do najważniejszych należy zaliczyć: teorię hierarchii źródeł finansowania (*pecking order*), teorię sygnalizacji (*signaling*), teorię substytucji (*trade-off*) oraz teorię „wycucia rynku” (*market timing*) (Miglo, 2011), a także w niektórych aspektach teorię asymetrii informacji i teorię agencji.

Możliwość emitowania nowych akcji na regulowanym rynku giełdowym to istotny argument za tzw. upublicznieniem spółki. Spółki zyskują w ten sposób dostęp do potencjalnie dużych zasobów kapitału obecnych na rynku giełdowym. Faktyczne pozyskanie kapitału dzięki emisji nowych akcji jest uwarunkowane poziomem koniunktury na rynku giełdowym i aktualną sytuacją finansową samej spółki i jej potencjałem wzrostu.

Spółki giełdowe mogą również przeprowadzać operacje odwrotne do emisji akcji, mianowicie wykup akcji własnych. Powody takich decyzji i źródła ich finansowania mogą być bardzo zróżnicowane, co jest przedmiotem dalszych rozważań. Duży wpływ na decyzje w tym zakresie ma zróżnicowanie spółek pod względem ich wielkości.

Celem artykułu jest identyfikacja determinantów decyzji dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych w zakresie emisji nowych akcji oraz wykupu akcji własnych. Analizę przeprowadzono na podstawie wyników badania ankietowego, w której respondenci mieli wskazać, które z wymienionych w kwestionariuszu czynników mają istotny wpływ na podejmowane przez nich decyzje. Pytania postawione w przeprowadzonej ankiecie dotyczyły nie tylko motywów decyzji w zakresie emisji bądź wykupu akcji, co jest przedmiotem artykułu, ale także decyzji dotyczących wielkości i struktury zadłużenia<sup>1</sup>, kształtowania struktury kapitału przy uwzględnieniu tzw. struktury docelowej oraz decyzji o emisji obligacji zamiennych.

Podobne badania opinii dyrektorów finansowych co do istotności czynników wpływających na podejmowane przez nich decyzje zostały przeprowadzone na początku obecnego wieku w Stanach Zjednoczonych przez Grahama i Harveya (2001) oraz w krajach Europy Zachodniej przez Bancela i Mittoo (2004) oraz Brounena, de Jonga i Koedijka (2006).

## 1. Metoda badawcza i charakterystyka próby

Badanie ankietowe zostało przeprowadzone metodą wywiadów telefonicznych wspomaganych komputerowo (CATI – *Computer Assisted Telephone Interviews*). Jest to zmodyfikowana klasyczna metoda badań ilościowych – bezpośrednich wywiadów standaryzowanych. W ostatnim kwartale 2016 roku przebadano dyrektorów finansowych 200 spółek akcyjnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>2</sup>. Próbę

<sup>1</sup> Wyniki badań w tym obszarze zostały zaprezentowane w Duliniec (2017).

<sup>2</sup> Wywiady zostały przeprowadzone przez profesjonalną firmę badawczą CBM Indicator i sfinansowane przez Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie w ramach działalności statutowej.

tę można uznać za wyczerpującą<sup>3</sup> w sytuacji, gdy populacja generalna wynosiła około 420 polskich spółek giełdowych (tj. bez spółek zagranicznych oraz po wyłączeniu banków i ubezpieczycieli). Podstawą do przeprowadzenia bezpośrednich wywiadów standaryzowanych był autorski kwestionariusz. Respondentami byli dyrektorzy finansowi lub osoby z działu finansowego upoważnione przez dyrektora.

Badane spółki były notowane na GPW, 170 z nich na rynku podstawowym i 30 na rynku równoległym. W badanej próbie znalazły się zarówno przedsiębiorstwa małe i średnie, jak i duże oraz bardzo duże. Jako kryterium selekcji spółek według ich wielkości przyjęto wartość rocznych obrotów. Biorąc pod uwagę to kryterium, w 118 badanych spółkach (59% próby) wartość rocznych obrotów nie przekraczała 50 mln euro, a więc spółki te należy zaliczyć do małych i średnich. Pozostałe 82 spółki (41%) to przedsiębiorstwa duże i bardzo duże o rocznych obrotach powyżej 50 mln euro<sup>4</sup>.

Reprezentowane były wszystkie sektory (poza bankami i ubezpieczycielami, co było założeniem badania), najwięcej z sektorów: budownictwo (23 spółki), informatyka (22), przemysł elektromaszynowy (22), handel hurtowy (19), usługi inne (18), przemysł spożywczy (15) i przemysł metalowy (15).

Na 200 zbadanych spółek notowanych na GPW 125 z nich (62,5% próby) miało wskaźnik zadłużenia niższy niż 50%, w tym 52 spółki (26%) ze wskaźnikiem zadłużenia poniżej 30%. Jedynie w 21 najbardziej zadłużonych spółkach (10,5% próby) wskaźnik ten przekraczał 70%, a w 54 spółkach (27%) jego wielkość kształtowała się w przedziale 50–70%. Tylko w 1/3 badanych spółek zobowiązania stanowiły ponad 50% pasywów przedsiębiorstwa. W pozostałych 2/3 spółek kapitał własny był głównym źródłem finansowania aktywów. Kapitał własny może być pozyskiwany przez spółki ze źródeł zewnętrznych (emisja nowych akcji) lub ze źródeł wewnętrznych (zatrzymywanie wypracowanego zysku). Z kolei wykup własnych akcji pomniejsza zasoby kapitału własnego spółki. Mimo, że emisja nowych jest ważnym zewnętrznym źródłem pozyskania kapitału własnego, to według teorii hierarchii źródeł finansowania jest ono wymieniane jako ostatnie, po wewnętrznych źródłach finansowania (zasoby środków pieniężnych i zyski zatrzymane) oraz źródłach kapitału obcego (zaciąganie zobowiązań).

## **2. Determinanty decyzji o emisji nowych akcji przez spółki giełdowe**

Z 200 przebadanych spółek giełdowych 136 (68% próby) emitowało w ostatnich pięciu latach nowe akcje, powiększając w ten sposób kapitał własny ze źródeł zewnętrznych.

---

<sup>3</sup> Minimalna rekomendowana wielkość próby dla populacji skończonej  $N = 420$  została wyznaczona na poziomie  $n = 102$ ; liczba przeprowadzonych wywiadów znacznie przekroczyła poziom minimalny, co daje możliwość uogólniania wyników z próby na populację.

<sup>4</sup> Kryteria selekcji przedsiębiorstw według ich wielkości przyjęto na podstawie zasad obowiązujących w krajach Unii Europejskiej; aktualna podstawa prawna: Załącznik I do Rozporządzenia Komisji (WE) 800/2008 z 6 sierpnia 2008 r. (Dz.U. UE L 214).

Czynniki wpływające na decyzje o emisji akcji zostały podzielone na czynniki zachęcające i zniechęcające do podjęcia takiej decyzji<sup>5</sup>. Kolejność prezentowania poszczególnych czynników respondentom dla każdej z tych dwóch grup była randomizowana. Dyrektorzy mieli ocenić znaczenie tych czynników według następującej skali: zupełnie nieistotny, mało ważny, ważny, bardzo ważny. Otrzymane wyniki są zaprezentowane w tabelach 1 i 2.

**Tabela 1**

Czynniki zachęcające spółki do przeprowadzenia emisji akcji

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny
Pozyskanie bezpiecznego źródła finansowania	87,5
Możliwość emisji akcji po wysokich cenach przy sprzyjającej koniunkturze giełdowej	79,5
Możliwość uplasowania dużej liczby akcji przy dobrych perspektywach rozwojowych spółki	75,5
Niechęć do zwiększania zadłużenia	73,5
Brak innych źródeł finansowania	48,5
Przewartościowanie spółki na rynku giełdowym	40,5

Źródło: opracowanie własne.

Według opinii dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych najważniejszym czynnikiem zachęcającym ich do podjęcia decyzji o emisji akcji (tab. 1) jest pozyskanie bezpiecznego źródła finansowania, jakim jest niewątpliwie kapitał własny (kapitał akcyjny)<sup>6</sup>. Na ten motyw decyzji jako ważny lub bardzo ważny wskazało aż 175 badanych spółek (87,5% próby). W spółkach amerykańskich ocena ważności tego czynnika była znacznie niższa – wskazało na nią tylko 30,6% badanych firm (Graham, Harvey, 2001, s. 216). Średnio w Europie wynik ten kształtował się na poziomie 25,9% respondentów (Bancel, Mittoo, 2004, s. 117), zaś w Wielkiej Brytanii – 24%, w Niemczech – 25%, w Holandii – 30% a we Francji – 40% (Brounen i in., 2006, s. 1426).

Szczegółowa analiza wyników badania polskich spółek w zależności od ich wielkości wskazuje, że małe i średnie spółki przywiązują większe znaczenie do traktowania kapitału własnego jako bezpiecznego finansowania niż duże spółki; te ostatnie z kolei w większym stopniu postrzegają emisję akcji jako metodę pozyskania kapitału w sytuacji, gdy nie chcą zwiększać zadłużenia.

<sup>5</sup> Podział czynników na zachęcające i zniechęcające do emisji nowych akcji to oryginalne autorskie rozwiązanie, które nie było stosowane we wspomnianych wyżej badaniach ankietowych firm amerykańskich i europejskich (Graham, Harvey, 2001, s. 216–217; Bancel, Mittoo, 2004, s. 116–117; Brounen, de Jong, Koedijk, 2006, s. 1425–1426).

<sup>6</sup> Z jego wykorzystaniem przez przedsiębiorstwo nie wiąże się ani ryzyko utraty płynności, ani ryzyko upadłości. Kapitał własny nie ma terminu zwrotu – jest bezterminowy, a wypłaty dywidend (udziałów w zysku) akcjonariuszom nie stanowią „sztywnych” płatności, tak jak np. płatności odsetek od zaciągniętych zobowiązań. Zwiększanie zasobów kapitału własnego przyczynia się jednocześnie do wzrostu wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa i jego zdolności kredytowej.

Polskie spółki giełdowe podejmując decyzje o powiększeniu kapitału akcyjnego starają się wykorzystać sprzyjającą koniunkturę giełdową (79,5% wskazań) i własne dobre perspektywy rozwojowe (75,5% wskazań), aby w tym czasie przeprowadzić emisję akcji. Wskazuje to niewątpliwie na pewien związek determinant decyzji polskich spółek z wnioskami wynikającymi z teorii „wycucia rynku” (Baker, Wungler, 2001), choć wyniki przeprowadzonego badania ankietowego nie są jednoznaczne w tym zakresie. Według tej teorii spółki notowane na rynku giełdowym są skłonne emitować akcje, gdy ich notowania wskazują na przewartościowanie akcji, co oczywiście ma związek zarówno z koniunkturą na giełdzie, jak i z perspektywami rozwojowymi spółki. Badanie przeprowadzone na polskim rynku nie potwierdza jednak silnego związku pomiędzy przeprowadzeniem emisji akcji a przewartościowaniem akcji spółki na rynku (tylko 40,5% wskazań). W badaniu firm amerykańskich przewartościowanie lub niedowartościowanie akcji było zasadniczą determinantą decyzji w sprawie emisji akcji (67% wskazań), w firmach europejskich było to 52% wskazań. Jak się wydaje, polskie spółki analizują zarówno koniunkturę giełdową, jak i własną sytuację rozwojową przed podjęciem decyzji o emisji akcji, jednak nie kierują się w tych decyzjach aktualnymi notowaniami ich akcji na giełdzie i kształtowaniem się wskaźników rynkowych takich, jak cena do zysku na jedną akcję lub wartość rynkowa do wartości księgowej jednej akcji. Wysoki poziom tych wskaźników może oznaczać właśnie przewartościowanie akcji. Tak czy inaczej, im wyższe notowania spółek, tym większe ich zainteresowanie emisją nowych akcji, bo wówczas jest szansa na uzyskanie wysokich cen emisyjnych.

**Tabela 2**

Czynniki zniechęcające spółki do przeprowadzenia emisji akcji

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny
Wystarczające wewnętrzne źródła kapitału własnego (wysokie zyski zatrzymane)	86,5
Utrzymanie aktualnej struktury akcjonariatu	82,5
Zapobieganie rozwodnieniu kapitału własnego (spadkowi zysków na jedną akcję)	76,5
Możliwość zaciągania zobowiązań	74,0
Zapobieganie wzrostowi średniego ważonego kosztu kapitału	68,5
Utrzymanie poziomu dźwigni finansowej	67,5
Niedowartościowanie akcji spółki na rynku giełdowym	56,5

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 przedstawiono czynniki zniechęcające spółki do emitowania akcji i ich znaczenie w decyzjach dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych. Podstawowym czynnikiem, który zniechęca polskie spółki giełdowe do emisji akcji są wystarczające do finansowania działalności rozwojowej wewnętrzne źródła finansowania – wysokie zyski zatrzymane. Aż 176 spółek (86,5% próby) deklaruje, że możliwości wykorzystania dostępnych

wewnętrznych źródeł finansowania są najbardziej istotnym determinantem decyzji o nieprzeprowadzeniu emisji nowych akcji. Jest to możliwe, gdy wypracowywane zyski są wysokie, a zatrzymywane zyski są w dużej mierze dopasowywane do potrzeb przedsiębiorstw w zakresie finansowania ich działalności. Wyniki badań firm amerykańskich i europejskich również wskazują, że gdy wypracowane zyski są wystarczające do zaspokojenia potrzeb finansowych przedsiębiorstw, wtedy rezygnują one z emisji akcji. W Stanach Zjednoczonych 30% badanych dyrektorów finansowych wskazało taką odpowiedź, a w Europie – średnio 32% badanych spółek, choć np. w Niemczech było to 50% wskazań (Brounen i in., 2006, s. 1425).

Polskie spółki giełdowe nie decydują się na emisję nowych akcji, jeżeli mają one możliwość korzystania z dostępnych źródeł kapitału obcego (74% próby). Emisja akcji jest więc dopiero trzecim w kolejności preferowanym źródłem finansowania, po zyskach zatrzymanych i zaciąganiu zobowiązań, co jest w pełni zgodne z teorią hierarchii źródeł finansowania (Myers, 1984). Brak innych dostępnych źródeł finansowania sprzyja decyzji o emisji nowych akcji (48,5% wskazań).

Dla polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w szczególności małych i średnich, bardzo ważnym czynnikiem powstrzymującym je od emisji nowych akcji jest chęć utrzymania aktualnej struktury akcjonariatu (aż 82,5% wskazań dla całej próby). Nowa emisja akcji spółki jest zazwyczaj obejmowana w dużej części przez nowych inwestorów, w szczególności, gdy wyłączone jest prawo poboru. Wpływa to na zmiany udziałów w kapitale akcyjnym aktualnych akcjonariuszy. Na ten czynnik wskazuje 50% amerykańskich menedżerów badanych spółek i tylko niecałe 30 % – w Europie Zachodniej (Brounen i in., 2006, s. 1425).

Wyniki ankiet przeprowadzonych za granicą wskazują jednoznacznie, że najistotniejszym czynnikiem powstrzymującym spółki od emisji akcji jest rozwodnienie kapitału własnego (spadek zysków na jedną akcję) – 68,5% wskazań w USA i 66% w Europie. W Polsce na ten czynnik zniechęcający do emitowania akcji wskazało wprawdzie aż 76,5% próby, ale według ważności wpływu na decyzje przedsiębiorstw jest on dopiero trzeci (tab. 2).

Polskie spółki w wielu przypadkach nie korzystają z zewnętrznego źródła kapitału własnego w obawie przed wzrostem średniego ważonego kosztu kapitału (58,5% wskazań), gdyż koszt kapitału własnego jest zazwyczaj wyższy od kapitału obcego. Nie chcą one także przez wzrost kapitału własnego zmniejszać poziomu wskaźnika dźwigni finansowej i osłabiać efektów jej działania (67,5%).

Zarówno znaczenie poszczególnych determinant wpływających na decyzje o przeprowadzeniu emisji nowych akcji, jak i hierarchia tych czynników według ich ważności wskazywana przez dyrektorów finansowych polskich spółek giełdowych różni się dość zdecydowanie od tych uzyskanych w badaniach amerykańskich i europejskich.

### 3. Determinanty decyzji o wykupie własnych akcji przez spółki giełdowe

Na kształtowanie się struktury kapitału w przedsiębiorstwie, oprócz decyzji o pozyskaniu nowego kapitału przez emisję nowych akcji czy zwiększenie zadłużenia mają wpływ także operacje wykupu przez spółki własnych akcji. Źródła finansowania tych operacji w dużej mierze determinują ich wpływ na zmiany struktury kapitału. Po pierwsze, wykup własnych akcji może być finansowany z nadwyżek kapitału, które najczęściej przejawiają się występowaniem niewykorzystanych zasobów wolnych środków pieniężnych. Wówczas przeprowadzenie takich operacji zmniejsza kapitał własny i zasoby środków pieniężnych. Po drugie, finansowanie może pochodzić z powiększenia kapitału obcego. W obu przypadkach dochodzi do zmiany struktury kapitału, tj. wzrostu udziału kapitału obcego w kapitale spółki. Tylko w sytuacji, gdy wykup własnych akcji jest sfinansowany z wypracowanego zysku nie dochodzi do zmiany struktury kapitału.

W przeprowadzonym badaniu polskich spółek giełdowych znalazło się pytanie dotyczące determinant decyzji spółek o przeprowadzeniu operacji wykupu własnych akcji. Takie pytanie nie występowało w porównywalnych badaniach spółek amerykańskich i europejskich, nie ma więc możliwości porównania wyników badań prowadzonych na różnych rynkach w tym zakresie. Uwzględnienie tego problemu w przeprowadzonym badaniu wydawało się jednak w pełni uzasadnione. Przyczyny wykupu przez spółki własnych akcji mogą być bardzo zróżnicowane (Duliniec, 2011, s. 104–108). Brakuje zbiorczych informacji, jaka jest skala tych operacji w odniesieniu do polskich spółek giełdowych i jakie są motywy takich decyzji.

**Tabela 3**

Czynniki wpływające na wykup przez spółki własnych akcji

Czynniki	Procent wskazań, że dany czynnik jest ważny lub bardzo ważny		
	cała próba	małe i średnie spółki	duże spółki
Zwrot nadwyżek kapitału akcjonariuszom	68,1	70,4	64,7
Zmiana struktury akcjonariatu	65,9	<b>81,5</b>	<b>41,2</b>
Zwiększenie dźwigni finansowej	63,6	63,0	64,7
Ochrona przed wrogim przejęciem	56,8	<b>62,9</b>	<b>47,0</b>
Zmniejszenie kapitału własnego (umorzenie wykupionych akcji)	54,5	55,5	52,9
Przeciwdziałanie niedowartościowaniu akcji spółki na rynku giełdowym	47,8	<b>51,8</b>	<b>41,2</b>
Oferowanie wykupionych akcji w ramach realizacji programów „opcji na akcje” dla menedżerów lub pracowników spółki	38,6	<b>44,4</b>	<b>29,4</b>

Pogrubioną czcionką zaznaczone są duże różnice w motywach decyzji w zależności od wielkości spółek.

Źródło: opracowanie własne.

Z przeprowadzonych badań wynika, że tylko 44 polskie spółki giełdowe (22% próby) przeprowadziło w ostatnich pięciu latach operacje wykupu własnych akcji. W tej grupie było 27 spółek małych i średnich oraz 17 dużych spółek.

Ze szczegółowej analizy odpowiedzi udzielonych przez respondentów na temat motywów decyzji o wykupie przez spółkę własnych akcji wynika, że determinanty tych decyzji różnią się znacznie w zależności od wielkości spółki. W tabeli 3 motywy wykupu przez spółki własnych akcji są zaprezentowane zarówno dla całej próby, jak i oddzielnie dla małych i średnich spółek oraz dla spółek dużych.

Ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje o wykupie przez spółki giełdowe własnych akcji jest chęć zwrotu nadwyżek kapitału akcjonariuszom (68% wskazań w całej próbie, 70% w grupie małych i średnich spółek oraz 65% w dużych spółkach). Spółki dzielą się z akcjonariuszami nie tylko zyskami (wypłaty dywidend), ale także zwracają im także część kapitału własnego (tzw. nadwyżkowego). Takie zachowania spółek są obserwowane również na innych rynkach np. na amerykańskim rynku kapitałowym.

W ostatnich latach polskie spółki nie miały najwyraźniej trudności z pozyskiwaniem kapitału, a część z nich wypracowała znaczne nadwyżki środków pieniężnych, często uznane za nadmiar kapitału, który nie będzie inwestowany w rozwój przedsiębiorstwa. Jest to spójne z obserwowanym obecnie wstrzymywaniem się wielu przedsiębiorstw z nowymi inwestycjami. Jedne spółki wykorzystują nadwyżki środków pieniężnych na powiększanie depozytów w bankach, inne dzielą się tymi nadwyżkami z akcjonariuszami dokonując wykupu części własnych akcji będących na rynku.

Z operacji wykupu przez spółkę własnych akcji nie korzystają zazwyczaj równomiernie wszyscy akcjonariusze. Ci, którzy nie oferują posiadanych akcji do sprzedaży, po przeprowadzeniu wykupu zwiększają swój udział w kapitale akcyjnym. Wykup przez spółkę części własnych akcji jest dogodną metodą zmiany struktury akcjonariatu (66% wskazań dla całej próby).

Dyrektorzy finansowi małych i średnich spółek deklarują, że chęć zmiany struktury akcjonariatu to główny motyw decyzji o wykupie własnych akcji. Jest to aż 81,5% wskazań – największy odsetek odpowiedzi uznających dany czynnik jako ważny lub bardzo ważny, podczas gdy w dużych spółkach czynnik ten jest dopiero piąty w hierarchii ważności (41,2% wskazań).

Małe i średnie spółki dużo częściej niż duże spółki operacje wykupu własnych akcji traktują jako metodę ochrony przed wrogim przejęciem (odpowiednio 62,9 i 47,0% wskazań w hierarchii ważności) lub metodę przeciwdziałania niedowartościowaniu akcji spółki na rynku giełdowym (odpowiednio 51,8 i 41,2%).

Motywe do przeprowadzenia wykupu własnych akcji w obu grupach spółek jest też chęć zmniejszenia tą drogą kapitału akcyjnego na skutek umorzenia wykupionych akcji (średnio ok. 55% wskazań). Jednak zdecydowanie więcej małych i średnich spółek (44,4% wskazań w hierarchii ważności) wykupuje własne akcje także po to, aby je oferować menedżerom lub pracownikom w ramach realizacji programów opcji na akcje. W dużych



spółkach procent wskazań tego czynnika jako motywu operacji wykupu jest znacznie niższy i wynosi tylko 29,4% wskazań.

Umorzenie wykupionych akcji zmniejsza udział kapitału własnego w kapitale spółki, co dla średnio 64% badanych spółek jest ważnym motywem tych operacji. Wzrost udziału długu w kapitale spółki w efekcie wykupu przez nią własnych akcji zwiększa efekty dźwigni i bardzo często prowadzi do wzrostu notowań akcji spółki na rynku, co z kolei może prowadzić do zmniejszenia zagrożenia wrogim przejęciem.

## **Uwagi końcowe**

Przeprowadzone w końcu 2016 roku badanie ankietowe determinantów decyzji finansowych w polskich spółkach giełdowych jest, jak się wydaje, pierwszym tego typu przedsięwzięciem na polskim rynku. Pozwoliło ono zidentyfikować najważniejsze czynniki wpływające na decyzje przedsiębiorstw, między innymi w zakresie emisji nowych akcji oraz wykupu akcji własnych.

Główne determinanty decyzji o przeprowadzeniu emisji nowych akcji to przede wszystkim chęć pozyskania bezpiecznego źródła finansowania, w szczególności przy sprzyjającej koniunkturze na rynku giełdowym i dobrych perspektywach rozwojowych spółki. Z kolei czynnikami, które powstrzymują spółki od emisji nowych akcji jest dysponowanie wystarczającymi wewnętrznymi źródłami finansowania (spółka wypracowuje wysokie zyski), a także chęć utrzymania aktualnej struktury akcjonariatu i zapobieganie rozwodnieniu kapitału własnego.

Motywy decyzji polskich spółek giełdowych w zakresie emisji nowych akcji nie różnią się zasadniczo w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. Zarówno mniejsze, jak i większe spółki rozważają takie decyzje przede wszystkim w kontekście dostępności lub braku innych alternatywnych źródeł finansowania takich, jak wzrost zadłużenia lub zatrzymanie wypracowanych zysków. Takie zachowania są empirycznym potwierdzeniem teorii hierarchii źródeł finansowania.

Przeprowadzone badanie pokazuje, że hierarchia ważności czynników wpływających na decyzji polskich spółek w zakresie emisji nowych różni się dość zasadniczo od tej, która została zidentyfikowana w badaniach firm amerykańskich i europejskich na początku obecnego wieku.

Badanie pozwoliło także określić przesłanki wykupu przez polskie spółki giełdowe własnych akcji. Determinanty decyzji o wykupie własnych akcji nie były analizowane w badaniach ankietowych przeprowadzonych za granicą. Dokonanie takich operacji jest podyktowane przede wszystkim chęcią zwrotu nadwyżek kapitału akcjonariuszom.

Wyniki przeprowadzonego badania wskazały na istnienie zasadniczych różnic w znaczeniu czynników wpływających na decyzje spółek giełdowych w zakresie wykupu przez nie własnych akcji w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. Dla małych i średnich spółek dużo większe znaczenie niż w dużych spółkach ma przede wszystkim traktowanie

operacji wykupu własnych akcji jako metody zmiany struktury akcjonariatu, obrony przed wrogim przejęciem czy przeciwdziałania niedowartościowaniu akcji na rynku. Mniejsze spółki częściej niż duże nie umarzają wykupionych akcji lecz oferują je menedżerom lub pracownikom spółki w ramach realizacji programów opcji na akcje.

Niewątpliwie przeprowadzone badanie polskich spółek giełdowych wskazuje, że podmioty te kierują się w swych decyzjach w zakresie wyboru źródeł finansowania preferencjami opisanymi w teorii hierarchii źródeł finansowania – najpierw źródła wewnętrzne, następnie zaciąganie zobowiązań i w ostatniej kolejności emisja akcji. Stosunkowo mniejsze znaczenie w decyzjach finansowych menedżerów w polskich spółkach giełdowych ma natomiast wycena rynkowa tych spółek na giełdzie. Przewartościowanie i niedowartościowanie akcji na rynku giełdowym nie jest znaczącym czynnikiem w decyzjach polskich spółek o nowej emisji tych instrumentów.

Zastosowana metoda badawcza ma swoje ograniczenia. Dobór czynników, których ważność w procesie podejmowania decyzji o emisji lub wykupie akcji mieli ocenić respondenci, jest subiektywny, choć autorka kierowała się przy budowie kwestionariusza ugruntowaną znajomością problematyki wyboru źródeł finansowania i kształtowania struktury kapitału zarówno od strony teoretycznej, jak i praktycznej.

## Literatura

- Bancel, F., Mittoo, U.R. (2004). Cross-Country Determinants of capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 4 (33), 103–132.
- Brounen, D., de Jong, A., Koedijk, K. (2006). Capital Structure Policies in Europe. Survey Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 5 (30), 1409–1442.
- Duliniec, A. (2011). *Finansowania przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*. Warszawa: PWE.
- Duliniec, A. (2017). Motywy decyzji o zadłużeniu przedsiębiorstw. Wyniki badań polskich spółek giełdowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 237–247.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 2–3 (60), 187–243.
- Miglo, A. (2011). Trade-Off, Pecking Order, Signaling, and Market Timing Models. W: H.K. Baker, G.S. Martin (red.), *Capital Structure and Corporate Financing Decisions. Theory, Evidence, and Practice* (s. 171–189). John Wiley & Sons.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 3 (39), 575–592.
- Załącznik I do Rozporządzenia Komisji Europejskiej (WE) 800/2008 z 6 sierpnia 2008 r. (Dz.U. UE L 214).

### DETERMINANTS OF DECISIONS ON ISSUE AND REPURCHASE OF SHARES IN POLISH LISTED COMPANIES. SURVEY RESULTS

**Abstract:** *Purpose* – Presentation of the research on determinants of CFOs decisions on issuing new shares and repurchasing own shares in Polish listed companies. Differences in those determinants due to companies' size have been analysed. The results of the Polish survey have been confronted with major financial structure theories and compared with the earlier findings from Western Europe and North America.

*Methodology* – Survey among 200 CFOs in Polish listed companies on the base of the questionnaire prepared by the author. Computer Assisted Telephone Interview (CATI) method was used to conduct the survey.

*Findings* – The main determinants of issuing shares in Polish listed companies are the desire to obtain safe financing source, like share capital and the availability of alternative sources of capital, that is retained earnings or debt capital. These results are consistent with pecking order theory. Overvaluation and undervaluation of company's shares on the Polish market has smaller influence on the CFOs decisions to issue new shares as compared with the developed markets. The motives of decisions on share repurchase considerably depend on company's size.

*Originality/value* – The first surveys on decisions' determinants of issuing or repurchasing shares on the Polish market. Similar previous surveys among American and European firms did not include motives of share repurchase in the listed companies, so the Polish survey is undoubtedly original.

**Keywords:** financial decisions, issue of shares, share repurchase, capital structure, survey

## Cytowanie

Duliniec, A. (2018). Determinanty decyzji o emisji i wykupie akcji w polskich spółkach giełdowych. Wyniki badania ankietowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 245–255. DOI: 10.18276/frfu.2018.91-20.